

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS – UNISINOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL MESTRADO

MARCIA BORGES UMPIERRE

**INFORMAÇÕES CONTÁBEIS VOLUNTÁRIAS E AS RECOMENDAÇÕES DE
INVESTIMENTO EM AÇÕES**

SÃO LEOPOLDO

2010

MARCIA BORGES UMPIERRE

**INFORMAÇÕES CONTÁBEIS VOLUNTÁRIAS E AS RECOMENDAÇÕES DE
INVESTIMENTO EM AÇÕES**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS, como requisito parcial para a obtenção do título de mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Ernani Ott

SÃO LEOPOLDO

2010

U52i Umpierre, Marcia Borges.
Informações contábeis voluntárias e as recomendações de investimento em ações / Marcia Borges Umpierre. – 2010.
136 f. : il. ; 30 cm.

Dissertação (mestrado) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2010.
“Orientador: Prof. Dr. Ernani Ott.”

1. Divulgação de informações contábeis. 2. Ações (Finanças). 3. Investimentos. 4. Corretores da bolsa – Contabilidade. I. Título.

CDD 657
CDU 657

MARCIA BORGES UMPIERRE

**INFORMAÇÕES CONTÁBEIS VOLUNTÁRIAS E AS RECOMENDAÇÕES DE
INVESTIMENTO EM AÇÕES**

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de mestre, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos.

Aprovado em 23 de março de 2010.

BANCA EXAMINADORA

Francisco A. Mesquita Zanini – UNISINOS

Marcos Antonio de Souza – UNISINOS

Gerlando A. Sampaio Franco de Lima – USP

Prof. Dr. Ernani Ott.

Visto e permitida a impressão

São Leopoldo, ____/____/_____.

Prof. Dra. Cléa Beatriz Macagnan

Coordenadora Executiva PPG em Ciências Contábeis

Aos meus pais Francisco e Marlene, ao meu marido e companheiro Alexandre e a minha família como um todo, pelo carinho, amor e compreensão.

AGRADECIMENTOS

Ao meu querido orientador, prof. Dr. Ernani, que com toda a sua sapiência, humildade e paciência trabalhou comigo durante esses dois anos de mestrado, sempre com uma palavra amiga, confortando-me nos momentos de desespero e muitas vezes me chamando atenção quando necessário, agindo como um grande pai, que sabe a hora de ralar mas sabe também a hora de elogiar, um grande professor, e que com certeza tenho como exemplo de pessoa.

Aos professores Marcos e Zanini que me ensinaram muito e ainda contribuíram com boas críticas para que esse trabalho tivesse uma maior qualidade. E, ainda, a todos os professores do PPG de Ciências Contábeis, pelos momentos de muito trabalho, muito stress, mas, principalmente, pelos momentos em que a troca de conhecimentos nos fazia pensar que ainda temos muito a aprender.

Aos meus colegas de mestrado pelas grandes e belas discussões, não apenas em sala de aula, mas muitas vezes nos intervalos e nos nossos almoços. Em especial destaco algumas pessoas que sempre estavam junto de mim, como o meu companheiro de trabalho o Fernando Q.; o Fernando W.; a Ana Paula; a Scheila; a Marga, Jonas e o Maurício, pessoas que sei que não foram e não são apenas meus colegas e sim são e serão sempre meus grande amigos.

Aos meus colegas do EGS, Ana Clarissa, Edgar, Gustavo e Alexandre, pelos nossos longos papos filosóficos, pelas boas conversas e pelo imenso aprendizado que tive ao conviver com vocês; posso dizer que fiz dois mestrados em um, só por ter tido a oportunidade de ter conhecido e convivido com vocês.

Aos meus pais Francisco e Marlene, às minhas irmãs, Andréa, Taciane e Anelise, aos meus sobrinhos assim como à toda a família que sempre me apoiou, entendendo a minha ausência e sempre me mostrando que estarão comigo sempre que eu precisar.

Aos meus dindos Vera e Odilon e ainda à minha prima Cíntia pela acolhida, pelo carinho, pela compreensão, pela força e, principalmente, pelas injeções de ânimo que me deram nos momentos em que o desespero começava a bater.

Ao Alexandre, meu amado marido, meu grande e verdadeiro amigo, meu companheiro que sempre está do meu lado, disposto a largar tudo só para que eu realize os meus sonhos.

Ao pessoal da UNITEC pelo apoio, pela amizade, pela compreensão e pela oportunidade de obter muitos ensinamentos. As meninas da secretaria do PPG, especialmente a Luciana e a Ana.

Ao Banco Santander Banespa pelo importante apoio financeiro.

E a Deus pela certeza que sem Ele nada disso seria possível de se tornar realidade.

Conhecer e pensar não é chegar a uma verdade absolutamente certa, mas dialogar com a incerteza. (Edgar Morin)

RESUMO

O presente estudo objetivou analisar como as informações voluntárias disponibilizadas pelas companhias nos Relatórios da Administração são utilizadas pelas Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários nas recomendações de investimento em ações. Para tanto, foi encaminhado aos analistas das corretoras um instrumento de coleta de dados, que procurou identificar as informações que estes utilizam para realizar as recomendações. Obteve-se 30 retornos de uma população de 108 corretoras cadastradas na CVM. Estas 30 corretoras informaram as empresas cujas demonstrações analisam, obtendo-se, assim, a segunda amostra da pesquisa. Para analisar as informações divulgadas pelas companhias de capital aberto, foi feita análise de conteúdo dos Relatórios da Administração entregues a CVM do ano de 2008. Fez-se uma análise descritiva dos dados das duas amostras de forma individual, onde foi possível verificar o perfil dos respondentes e suas opiniões sobre a importância das informações apresentadas pelas companhias de capital aberto. Já na análise descritiva dos Relatórios da Administração, foi possível verificar o nível de evidenciação das empresas, e ainda examinar as informações que são divulgadas com maior frequência. Foi realizada a análise de conglomerado (*Cluster*) com a amostra das corretoras, verificando-se que não há uma unanimidade na forma de análise das informações que são por estas utilizadas. Procedeu-se uma segunda análise de conglomerado, unindo os respondentes e as empresas, para verificar a relação existente entre as informações divulgadas pelas companhias de capital aberto e a sua utilização por parte das corretoras. Os resultados dessas análises indicam que os relatórios que as empresas apresentam possuem muitas particularidades, desde as que fazem a apresentação apenas levando em consideração os aspectos legais e outras os utilizam como um canal de comunicação das atividades realizadas. Já com relação aos analistas, verificou-se que, de forma geral, as informações contábeis divulgadas ao mercado são utilizadas e possuem relevância nas análises que são feitas para as recomendações de investimento em ações.

Palavras-chave: Evidenciação Contábil; Relatório da Administração; Utilidade da Informação Contábil; Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários; Investimentos em Ações.

ABSTRACT

The objective of the present study is to analyze the relationship between the voluntary information provided by companies in the Reports of Directors and its use by Brokers Securities in evaluating and recommending investments in stocks. So, an instrument of data collecting was sent to the brokerage analysts to identify the information used on the recommendations. 30 returns were received from a population of 108 brokerages registered on Securities Exchange Commission. After receiving the returns, it was verified which companies were analyzed by the brokerages, and with this verification the second sample of the research was taken. To analyze the information released by the companies, an analysis was done on the Administration Reports sent to the Securities Exchange Commission in 2008. A descriptive analysis was done in both samples individually, so it was possible to verify the personality of the respondents and the opinion about the importance of the information presented by the companies. And on the descriptive analysis of the Administration Reports was possible to identify the level of disclosure of the companies, and besides that it was possible to verify which information is released more often. The conglomerate analysis (Cluster) was done with the brokerages sample, and it was verified that there is not an unanimously way to analyze the information used by the respondents. So, a second conglomerate analysis was done, this time with respondents and companies together to verify the relation between the information released by the companies and the usage of this information by the brokerage. The results of theses analyzes indicate that the reports presented by the companies have many particularities, since the ones that take under consideration only the legal aspects, and others that used this report as an communication channel of the company activities. About the analysts, it was verified that the information released to the market is used, and this information is relevant on the analysis made for recommendation of stock investments.

Key Words: Disclosure, Administration Report, Utility of Accounting Information; Brokerage Securities; Investing in Stocks.

LISTA DE SIGLAS

BACEN	Banco Central do Brasil
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNPq	Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
DFP	Demonstrações Financeiras Padronizadas
EBITDA	<i>Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i> (Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortizações)
GC	Governança Corporativa
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBOVESPA	Índice BM&FBOVESPA
ISE	Índice de Sustentabilidade Empresarial
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
RA	Relatório da Administração
SOX	Lei Sarbanes-Oxley
SFN	Sistema Financeiro Nacional

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Empresas que Cancelaram o registro na BM&FBOVESPA.....	17
Quadro 2: Formas de Eficiência de Mercado	30
Quadro 3: Mecanismos Internos e Externos de Governança Corporativa	32
Quadro 4: Regras para Adesão ao Novo Mercado, Níveis 1, 2 e BM&FBOVESPA Mais	36
Quadro 5: Usuários das Informações Contábeis.....	38
Quadro 6: Formas de Evidenciação.....	38
Quadro 7: Características dos Dados Quantitativos e Não-Quantitativos.....	41
Quadro 8: Informações Compulsórias.....	45
Quadro 9: Tipos de Informações Voluntárias Disponibilizadas no Relatório da Administração	49
Quadro 10: Outras Informações Voluntárias.....	50
Quadro 11: Formas Decisão Racional.....	55
Quadro 12: Relação entre a Informação Contábil e a Eficiência de Mercado	57
Quadro 13: Pesquisas sobre Evidenciação Contábil no Brasil.....	63
Quadro 14: Pesquisas sobre Evidenciação Contábil no Exterior	66
Quadro 15: Escala Adotada para a Estruturação da Análise de <i>Cluster</i>	76
Quadro 16: Formação dos <i>Clusters</i>	92
Quadro 17: Categorias e Subcategorias de Informações dos RA's.....	96
Quadro 18: <i>Clusters</i> de Empresas e Respondentes	101
Quadro 19: Principais Resultados	105

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Empresas que Abriram o Capital e que Pertencem aos Níveis de Governança Corporativa	16
Tabela 2: Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários Cadastradas na CVM	69
Tabela 3: Quantidade de Empresas Listadas na BM&FBOVESPA por Segmento	70
Tabela 4: Empresas que Compõem a Amostra.....	71
Tabela 5: Função na Corretora	78
Tabela 6: Formação Acadêmica	79
Tabela 7: Tempo de Atuação na Função	79
Tabela 8: Tipo de Análise Realizada	79
Tabela 9: Relatório da Administração	80
Tabela 10: Descrição dos Negócios, Produtos e Serviços.....	81
Tabela 11: Conjuntura Econômica e Geral.....	82
Tabela 12: Recursos Humanos	83
Tabela 13: Investimentos.....	83
Tabela 14: Pesquisa e Desenvolvimento	84
Tabela 15: Novos Produtos e Serviços	84
Tabela 16: Proteção ao Meio-Ambiente.....	85
Tabela 17: Reformulações Administrativas	86
Tabela 18: Direitos dos Acionistas.....	86
Tabela 19: Dados do Mercado e Liquidez das Ações	87
Tabela 20: Perspectivas e Planos para o Exercício em Curso e Vindouros	87
Tabela 21: Governança Corporativa.....	88
Tabela 22: Resultados Financeiros	88
Tabela 23: Estratégias.....	89
Tabela 24: Ferramentas e Formas de Análise das Informações	89
Tabela 25: Ranking das Informações Utilizadas pelos Respondentes	90
Tabela 26: Empresas participantes da Pesquisa	94
Tabela 27: Relação entre as Informações Utilizadas pelas Corretoras e as Informações Divulgadas pelas Empresas	100

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Esquema do Sistema Financeiro Nacional.....	26
Figura 2: Relação entre os Acionistas e os Gestores.....	32
Figura 3: Possíveis Decisões do Agente.....	33
Figura 4: Quantidade de Informação Divulgada	40
Figura 5: Hierarquia da qualidade da Informação Contábil	43

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Formação dos <i>Clusters</i> por Subcategoria de Informações	93
Gráfico 2: Desempenho das Empresas com Relação às Informações Analisadas	97
Gráfico 3: Nível de Evidenciação por Categoria nos RA's.....	98
Gráfico 4: Estrutura dos <i>Clusters</i> em Função das Categorias Informacionais.....	102

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	16
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO	16
1.2	PROBLEMA DE PESQUISA	20
1.3	OBJETIVOS	21
1.3.1	Objetivo Geral	21
1.3.2	Objetivos Específicos	21
1.4	DELIMITAÇÃO DO TEMA	21
1.5	RELEVÂNCIA DO ESTUDO	22
1.6	ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO	23
2	REFERENCIAL TEÓRICO	25
2.1	MERCADO DE CAPITAIS	25
2.1.1	Agentes do Mercado de Capitais	27
2.1.2	Sociedades Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários	27
2.1.3	Tipos de Investimentos	28
2.1.4	Mercados Eficientes	29
2.1.5	Governança Corporativa	31
2.2	EVIDENCIAÇÃO CONTÁBIL	37
2.2.1	Usuários da Informação Contábil	37
2.2.2	Formas de Evidenciação	38
2.2.3	Nível de Evidenciação	40
2.2.4	Características das Informações Contábeis	41
2.2.5	Evidenciação Compulsória	44
2.2.6	Evidenciação Voluntária	47
2.3	TOMADA DE DECISÃO	52
2.4	INFORMAÇÃO CONTÁBIL E MERCADO DE CAPITAIS	56
2.5	PESQUISAS REALIZADAS SOBRE O TEMA EM ESTUDO	58
3	MÉTODO DE PESQUISA	67
3.1	CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA	68
3.2	POPULAÇÃO E AMOSTRA	69
3.3	COLETA DE DADOS	72
3.4	TRATAMENTO DOS DADOS	74
3.5	LIMITAÇÕES DO MÉTODO	76
4	ANÁLISE DOS RESULTADOS	77
4.1	INFORMAÇÕES UTILIZADAS PELAS CORRETORAS	77
4.1.1	Análise Descritiva	78
4.1.2	Análise de Agrupamento (<i>Cluster</i>)	91
4.2	INFORMAÇÕES DIVULGADAS PELAS COMPANHIAS	94
4.3	INFORMAÇÕES UTILIZADAS PELAS CORRETORAS <i>VERSUS</i> INFORMAÇÕES DIVULGADAS PELAS COMPANHIAS	100
4.4	PRINCIPAIS RESULTADOS	104
5	CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES	105
5.1	CONCLUSÃO	105
5.2	RECOMENDAÇÕES	108

REFERÊNCIAS	109
Apêndice 1 – Carta Convite a participação da Pesquisa	122
Apêndice 2 – Instrumento de Coleta de Dados	123
Apêndice 3 – Análise das informações voluntárias evidenciadas nos RA's.	126
Apêndice 4 – Alfa de Cronbach	131
Apêndice 5 – Separação por <i>Clusters</i> do Instrumento de Coleta de Dados	132
Apêndice 6 – Dendograma dos <i>Clusters</i> do Instrumento de Coleta de Dados.....	133
Apêndice 7 – Coeficiente de Aglomeração	134
Apêndice 8 – Separação por <i>Clusters</i> dos Respondentes <i>Versus</i> Empresas	135
Apêndice 9 – Dendograma dos <i>Clusters</i> dos Respondentes <i>Versus</i> Empresas	136
Apêndice 10 – Coeficiente de Aglomeração dos Respondentes <i>Versus</i> Empresas.....	137

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

No Brasil, as modalidades de investimentos têm apresentado um comportamento diferenciado desde o início do século XXI. Arechavaleta e Winkel (2008) mencionam que de julho de 2005 a julho de 2008 o volume de recursos aplicados por pessoas físicas de todo o país na BM&FBOVESPA mais do que triplicou, com um aumento de 230%.

Mesmo assim, de acordo com dados do Banco Central do Brasil (BACEN), os investimentos em poupança não reduziram. Apresentam atratividade por se tratar de um investimento de baixo risco e com retorno normalmente acima da inflação. Até o “final de agosto, o volume de recursos aplicados na poupança chegava a R\$ 254,6 bilhões, distribuídos por mais de 225 milhões de contas” (ARECHAVALETA; WINKEL, 2008).

Em contrapartida, há uma busca por outras fontes de investimentos que pode ser creditada a estabilidade que a economia brasileira vem apresentando no início do século XXI, o que trouxe ao investidor confiabilidade no mercado financeiro. Com isso, muitas empresas entenderam que a abertura de capital passaria a ser uma alternativa de obter recursos para a expansão de seus negócios, uma vez que a captação junto aos bancos é mais onerosa.

O fenômeno da abertura de capital por empresas brasileiras participantes nos níveis de governança corporativa instituídos pela BM&FBOVESPA, no segmento BOVESPA em 2001 pode ser observado na Tabela 1.

Tabela 1: Empresas que Abriram o Capital e que Pertencem aos Níveis de Governança Corporativa

Nível de GC	Ano da Abertura do Capital													Total
	Antes 1998	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
Novo Mercado	15	1	2	1	-	2	-	3	7	22	41	5	6	105
Nível 2	6	2	-	-	1	-	-	1	1	1	7	-	-	19
Nível 1	24	-	2	1	-	1	-	-	-	-	7	-	-	35
Total	45	3	4	2	1	3	0	4	8	23	55	5	6	159

Fonte: BM&FBOVESPA (2010).

De 2001 até 2009, mais de 100 empresas abriram o capital com adesão imediata às práticas de GC. Este fato se deve a exigência da BM&FBOVESPA para todas as empresas

que abriram capital a partir de 2002 aderirem a um dos níveis de GC. Observa-se, ainda, que até o ano de 2009, 159 empresas obtiveram a certificação aos níveis de GC. Contudo, observando as relações de empresas que já possuíram a certificação dos níveis de Governança Corporativa, encontra-se um pequeno número de 8 empresas que cancelaram seus registros de companhia aberta, sendo que muitos desses cancelamentos ocorreu em função de incorporações e ou ainda por opção do acionista controlador em recolher as ações que estavam disponíveis no mercado. O Quadro 1 apresenta a relação das empresas que cancelaram os registros na bolsa.

Empresa	Ano do Cancelamento	Nível de GC	Motivo
BRASIL T PAR	2009	N1	Incorporada pela Brasil Telecom S.A
BMF	2008	NM	Incorporada pela BM&F Bovespa S.A.
ARCELOR BR	2007	N1	Cancelou registro de Cia Aberta. O acionista controlador Mittal Steel Company N.V. realizou OPA na BOVESPA em 04/06/2007
SADIA S/A	2009	N1	Incorporada pela BRF - Brasil Foods S.A.
DURATEX	2009	N1	Incorporada pela Satipel Industrial S.A.
BOVESPA HLD	2008	NM	Incorporada pela BM&F Bovespa S.A.
EMBRAER	2006	NM	Incorporada pela Rio Han Empreendimentos e Participações S.A.
CREMER	2004	NM	Cancelou registro de Cia Aberta . O acionista controlador, Cremer Participações S.A. realizou OPA na BOVESPA em 26/04/2004

Quadro 1: Empresas que Cancelaram o registro na BM&FBOVESPA

Fonte: BM&FBOVESPA (2010).

As práticas de GC estão alicerçadas em quatro princípios básicos, apresentados por Silva (2008): transparência, equidade, prestação de contas com responsabilidade (*accountability*) e responsabilidade corporativa. Visam reduzir os conflitos entre gestores e acionistas, minimizando a assimetria informacional.

Estudos sobre esse tema começaram a ser desenvolvidos a partir de Jensen e Meckling (1976). Os autores constataram que, por não estarem presentes no dia-a-dia da organização, os investidores tinham menos informação que os administradores, tendo os últimos a possibilidade de realizar uma gestão voltada para atender primordialmente aos seus interesses pessoais, relegando a segundo plano os interesses dos acionistas.

Eventos destacados na mídia no ano de 2001, referentes a grandes escândalos contábeis que envolveram empresas como a Enron, WorldCom e Arthur Andersen, são

exemplos de situações em que os acionistas foram prejudicados em função de uma administração fraudulenta.

Em função destes escândalos, foi aprovada em 2002, nos Estados Unidos da América, a Lei Sarbanes-Oxley (SOX), que de acordo com Silva (2007, p.57), “procura restabelecer a ética nos negócios, principalmente no que se refere às informações econômico-financeiras”, o que possibilita uma força legal contra os executivos que podem ser responsabilizados pela má gestão da companhia, em função de gerenciamento de resultados. Segundo a autora, há uma relação da SOX com o novo Código Civil Brasileiro, que também apresenta punições para os maus gestores.

Em função das fraudes ocorridas nos Estados Unidos, muitos foram os questionamentos e dúvidas sobre a eficiência dos mercados, a especulação de grandes investidores e sobre a qualidade da administração de grandes companhias.

Com isso, a adoção de boas práticas de GC por parte das empresas e a contabilidade das mesmas passaram a ser analisadas com mais atenção, uma vez que são instrumentos eficazes e disponíveis na minimização dos riscos de fraudes. Sendo assim, as análises não devem ser feitas apenas para verificar a apuração do lucro para a distribuição de dividendos, mas devem ser verificadas outras questões com relação à transparência, prestação de contas, visando minimizar a assimetria de informações entre os executivos e os investidores.

A contabilidade apresenta-se, cada vez mais, como uma importante fonte de informações para o investidor, pois evidencia a situação patrimonial, financeira e de resultados das empresas, por meio de demonstrações contábeis de caráter obrigatório. Adicionalmente, permite a divulgação de outras informações além das obrigatórias impostas pelo Estado e pelos órgãos por este autorizados, ou seja, ela também se apresenta como uma fonte de informações de caráter voluntário, oferecendo aos usuários mais subsídios à tomada de decisão.

O conjunto de informações, obrigatórias e voluntárias, reveladas pela contabilidade, pode minimizar os problemas de agência entre os gestores e acionistas, uma vez que auxilia na redução da assimetria informacional. Essa redução de assimetria se dá em função de um maior volume e qualidade das informações divulgadas pelas empresas, o que permite que os investidores tenham uma maior segurança nas decisões que envolvem investimentos em ações.

As informações são representadas pelo conjunto de demonstrações contábeis regulamentadas pela Lei 6.404/76 e suas alterações, e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). As demonstrações contábeis obrigatórias para as companhias de capital aberto são: Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício, Demonstração de Lucros ou Prejuízos Acumulados, Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido, Demonstração dos Fluxos de Caixa, Demonstração do Valor Adicionado e Notas Explicativas (Art. 176 da Lei 6.404/76 – consolidada). Além disso, as empresas devem apresentar ao final de cada exercício o Relatório da Administração, o Parecer dos Auditores Independentes, o Parecer do Conselho Fiscal (caso o tenha) e demais documentos pertinentes (Art. 133 da Lei 6.404/76 – consolidada).

O Relatório da Administração apresenta informações que não são evidenciadas nas demonstrações contábeis. Dessa forma, a CVM relaciona, no Parecer 15/87, informações que podem ser apresentadas neste documento, como: descrição dos negócios, produtos e serviços; comentários sobre a conjuntura econômica geral; recursos humanos; investimentos; pesquisa e desenvolvimento; novos produtos e serviços; proteção ao meio-ambiente; reformulações administrativas; investimentos em controladas e coligadas; direitos dos acionistas e dados de mercado; perspectivas e planos para o exercício em curso e os futuros.

É importante considerar que no Parecer nº 15 (1987, p. 4) a CVM descreve que as informações elencadas são apenas sugestões e que “não devem inibir a criatividade da administração em elaborar o seu relatório.”

Diante dessa declaração da CVM, entende-se que as informações que são disponibilizadas nos Relatório da Administração podem ser consideradas como informações de caráter voluntário, uma vez que são os gestores que definem que informações serão divulgadas no referido relatório. A CVM apenas recomenda a publicação dessas informações em função de uma análise feita em relatórios de empresas brasileiras e estrangeiras e que julga serem de boa qualidade informacional.

Com isso, os gestores das empresas podem utilizar o Relatório da Administração como um instrumento facilitador da comunicação com os investidores, pois inclui informações que visam aumentar a confiabilidade e a transparência das ações realizadas nas empresas, seguindo a linha da Governança Corporativa.

A relação entre as empresas e os investidores é intermediada pelas Corretoras, Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, financeiras e equiparadas, que são

responsáveis pela realização da compra e venda de ações no mercado de capitais por conta de terceiros. Essas organizações têm um papel importante na relação empresa/investidor, pois buscam facilitar a comunicação entre ambos e com isso permitem que qualquer pessoa que tenha interesse em fazer um investimento no mercado de capitais possa realizá-lo com maior embasamento (BM&FBOVESPA, 2009). Nesse contexto, estes podem influenciar as empresas no que tange às informações a serem divulgadas às corretoras, e orientar os investidores nas decisões sobre compra e venda de ações.

1.2 PROBLEMA DE PESQUISA

Dantas, Zendersky e Niyama (2004) descrevem que o nível de evidenciação gera uma via de mão dupla. Se por um lado beneficia os usuários no processo de tomada de decisão; reflete na valorização da entidade e, conseqüentemente, na confiança dos investidores, por outro lado gera relutância por parte de alguns gestores em função de divulgação de informações de natureza estratégica; possíveis problemas de cunho jurídico e, ainda, custos para geração das informações.

Entretanto, Lima *et. al.* (2007) constataram que quanto maior o nível de *disclosure* voluntário menor será o custo de capital de terceiros. Com isso verifica-se que a questão relatada anteriormente com relação aos altos custos para a geração de informações de caráter voluntário, pode passar a ser vista pelos gestores como outra vantagem em sua divulgação.

Os mesmos autores ainda relatam que “se espera que com o aumento do *disclosure* pelas empresas resulte em um aumento da imagem no cenário econômico, visibilidade, mais investidores de longo prazo, maior monitoramento por parte dos analistas, melhor acesso a novos capitais e melhor avaliação do preço das ações” (LIMA *et. al.*, 2007, p. 12-13).

Com isso, entende-se que muitos gestores no intuito de atender às necessidades do mercado de capitais, podem estar cada vez mais disponibilizando informações de caráter voluntário, sendo o Relatório da Administração um importante instrumento dessa evidenciação.

Nesse sentido, esta pesquisa buscou responder o seguinte problema: **Qual a relação existente entre as informações voluntárias disponibilizadas pelas companhias nos Relatórios da Administração e a sua utilização pelas Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários na avaliação e recomendação de investimentos em ações?**

1.3 OBJETIVOS

No intuito de responder a questão de pesquisa anteriormente descrita, apresentam-se os seguintes objetivos:

1.3.1 Objetivo Geral

Analisar a relação existente entre as informações voluntárias disponibilizadas pelas companhias nos Relatórios da Administração e a sua utilização pelas Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários na avaliação e recomendação de investimentos em ações.

1.3.2 Objetivos Específicos

Para atender o objetivo geral desta pesquisa, foram definidos os seguintes objetivos específicos:

- a) Identificar informações utilizadas pelas Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários na recomendação de empresas aos investidores;
- b) Identificar as informações voluntárias divulgadas pelas companhias de capital aberto;
- e
- c) Verificar como as informações divulgadas pelas companhias nos Relatórios da Administração são utilizadas pelas Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários.

1.4 DELIMITAÇÃO DO TEMA

A pesquisa se restringe à verificação de investimentos no mercado de capitais em renda variável, voltado à compra e venda de ações na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA), segmento BOVESPA. Além disso, o estudo procurou contemplar empresas participantes dos níveis de Governança Corporativa, porém foi incluída a Petrobrás, que mesmo não sendo uma empresa que aderiu a um dos níveis de GC

da BM&FBOVESPA, foi a empresa mais citada pelos respondentes no instrumento de coleta de dados.

Não se discute de forma direta a qualidade das informações voluntárias divulgadas pelas empresas, nem como funciona o processo de avaliação e decisão por partes dos agentes do mercado de capitais, mas sim a relevância das informações para as Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários e como são acompanhada pelos analistas.

1.5 RELEVÂNCIA DO ESTUDO

Entende-se que a sua realização permite uma ampliação do conhecimento tanto teórico quanto empírico sobre o tema, apresentando à comunidade científica a visão das Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários brasileiras sobre a divulgação de informações voluntárias, uma vez que não é comum a utilização de Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários em pesquisas acadêmicas.

Permite, ainda, a realização de estudos futuros, onde poderão ser verificados os níveis informacionais em outros países e, ainda, poderão ser realizados outros estudos que envolvam informações voluntárias e tomada de decisão.

A sua elaboração é oportuna, pois os acontecimentos ocorridos no ano de 2008 no mercado de capitais, tanto brasileiro quanto mundial, estão em evidência. Com isso, verificar a divulgação de informações por parte das companhias, bem como a utilização dessas informações por parte de corretores e investidores para a tomada de decisão, é uma maneira de entender como esses atores estão se comunicando.

A contribuição está relacionada ao fato de não se ter identificado no Brasil pesquisas voltadas a examinar o comportamento das corretoras de investimentos frente às informações voluntárias disponibilizadas pelas empresas. Foram encontrados alguns estudos como os de Ott e Gonçalves (2003); Custódio *et al.* (2006); Gallon (2006); Lima *et al.* (2007); Gallon, Beuren e Hein (2007); Rezende *et al.* (2008); entre outros, que tratam de assuntos sobre o *disclosure*, porém sempre voltados para as empresas; análise dos Relatórios da Administração; tipos de informações que as empresas divulgam.

Além desses estudos foram encontradas as pesquisas de Norby e Stone (1972); Procianoy e Rocha (2002); Antunes e Procianoy (2003); Boff, Procianoy e Hoppen (2006);

Macedo e Fontes (2008), que tem por objetivo estudar o processo de decisão dos analistas. Dentre essas pesquisas destaca-se a de Boff, Procianoy e Hoppen (2006, p. 171), pois teve como objetivo “mapear o processo do uso da informação por analistas de investimentos para precificação de ativos.” Os autores fizeram um estudo experimental, em que 27 analistas avaliaram uma mesma empresa e deram a sua recomendação de investimento, permitindo verificar quais informações foram consideradas necessárias para fazer a análise e ainda as diferentes formas de ver as mesmas informações, pois isso depende do profissional que está executando o trabalho.

O estudo de Boff, Procianoy e Hoppen (2006) se diferencia do proposto nesta pesquisa em função dos objetivos e dos procedimentos metodológicos, porém são estudos que se complementam, pois têm como foco os analistas de investimentos e as informações que são disponibilizadas pelas empresas para fazer as análises.

Com isso, espera-se que os resultados desta pesquisa possam oferecer às empresas informações capazes de levá-las a conhecer os interesses das corretoras e dos investidores, no que diz respeito às informações divulgadas nos Relatórios da Administração, possibilitando-lhes adotar políticas de evidenciação mais eficientes em termos comunicacionais. E ainda as próprias corretoras, pois permite a estas que os relatórios emitidos pelas companhias sejam elaborados e divulgados evidenciando e atendendo as necessidades da Corretora.

O presente estudo está inserido na Linha de Pesquisa “Teoria da Contabilidade” do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos. Está ligado ao Grupo de Pesquisa “Teoria e Prática Contábil” do CNPq e ao projeto de pesquisa “Governança Corporativa, Evidenciação e a Relevância da Informação Contábil nas Empresas Brasileiras” coordenado pelo Professor Dr. Ernani Ott.

1.6 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

A Dissertação está estruturada em cinco capítulos. O primeiro, denominado de Introdução, tem como objetivo apresentar uma breve contextualização do tema, o problema de pesquisa, os objetivos, a delimitação do tema e a relevância do estudo.

No segundo capítulo apresenta-se o Referencial Teórico com base nos tópicos que serviram de embasamento conceitual para a realização da pesquisa. Está subdividido em cinco

seções: Mercado Financeiro, Evidenciação Contábil, Informação Contábil e o Mercado de Capitais, Tomada de Decisão e Pesquisas Empíricas realizadas sobre o tema.

O capítulo 3 trata do Método de Pesquisa, apresentando os procedimentos para o desenvolvimento do estudo empírico, definindo a população e a amostra, e como foi feita a coleta, tratamento e análise dos dados, com a explicitação das limitações do método de pesquisa adotado.

No capítulo 4 são apresentados os Resultados da pesquisa bem como as análises estatísticas visando responder ao problema de pesquisa, orientados pelo objetivo geral e objetivos específicos.

Por fim, no capítulo 5 são apresentadas a Conclusão e as Recomendações para Estudos Futuros, seguidos das Referências utilizadas na elaboração deste estudo, bem como dos Anexos e Apêndices.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 MERCADO DE CAPITAIS

A utilização de recursos financeiros por parte das empresas movimenta a economia de um país. Essa movimentação é feita por meio do mercado financeiro que, de acordo com Andrezo e Lima (1999, p. 3), “é composto pelo conjunto de instituições e instrumentos financeiros destinados a possibilitar a transferência de recursos dos ofertantes para os tomadores, criando condições de liquidez no mercado.”

A CVM (2009) denomina o mercado financeiro do Brasil como Sistema Financeiro Nacional (SFN) e o descreve como sendo

[...] o conjunto de instrumentos, mecanismos e instituições que asseguram a canalização da poupança para o investimento, ou seja, dos setores que possuem recursos financeiros superavitários para os desejam ou necessitam de recursos (deficitários).

Souza e Famá (1997, p.63) descrevem que “o pressuposto básico para que haja intermediação financeira é que tenham agentes deficitários e superavitários”, ou seja, pessoas que necessitam de recursos financeiros e pessoas que possuem esses recursos e que estão dispostas a investi-los.

O Sistema Monetário Nacional pode ser subdividido em dois grandes grupos: um que congrega órgãos considerados normativos e outro composto das instituições que constituem o Sistema Monetário Nacional. Zanini e Zani (2009) apresentam a estrutura do Sistema Financeiro Nacional conforme Figura 1.

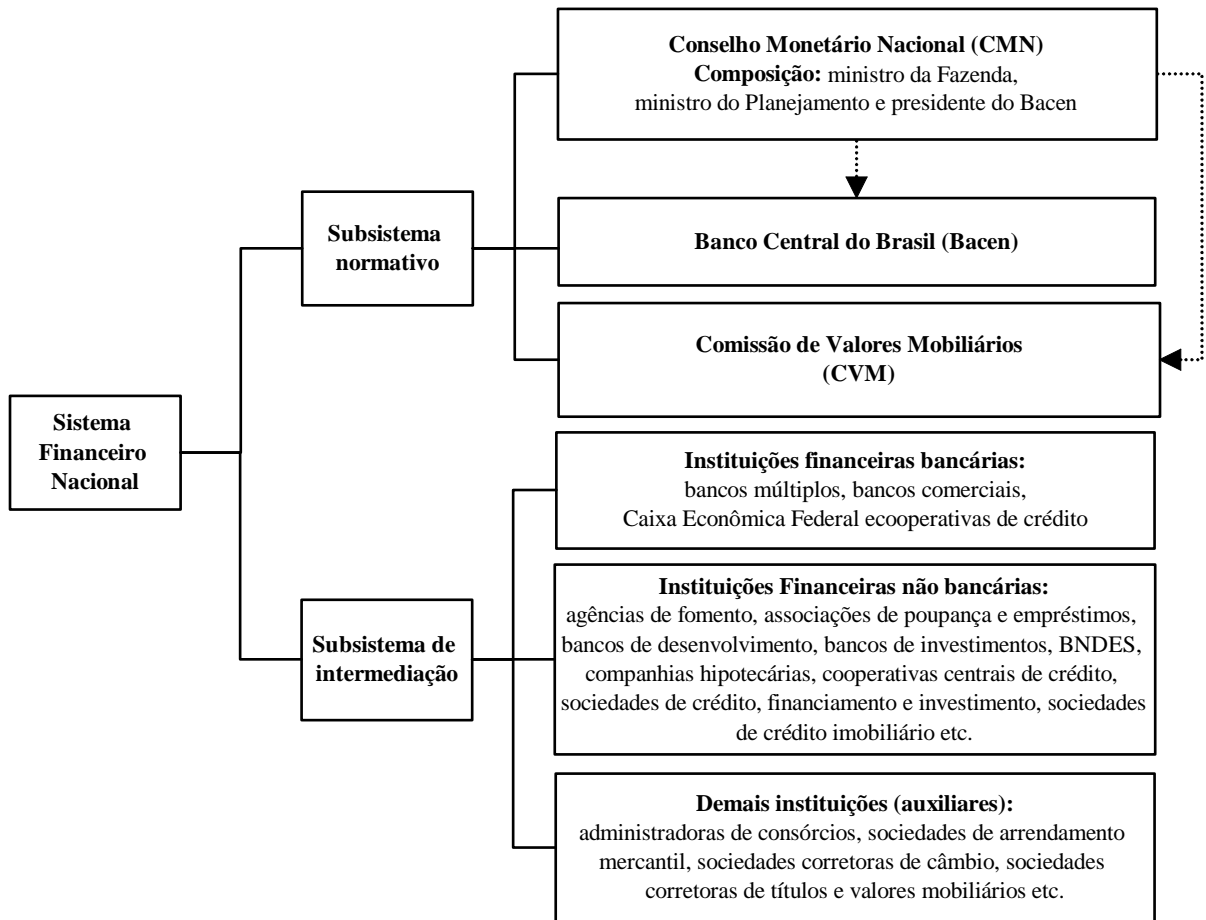


Figura 1: Esquema do Sistema Financeiro Nacional

Fonte: Adaptado de Zanini; Zani, (2009, p. 4).

Zani e Zanini (2009) mencionam que o Conselho Monetário Nacional – CMN é o órgão máximo deste sistema, tem a responsabilidade sobre a constituição e sobre os regulamentos das instituições financeiras; estabelecer medidas de prevenção ou correção de desequilíbrios econômicos; e disciplinar todos os tipos de créditos, orientando a aplicação dos recursos das instituições financeiras.

O Banco Central do Brasil - BACEN tem o papel de executar as orientações do CMN e se autodenomina como sendo a entidade supervisora do sistema financeiro, e dentre as suas atribuições pode-se citar as seguintes: autorizar o funcionamento e fiscalizar as instituições financeiras; executar a política monetária e cambial; efetuar as operações de compra e venda dos títulos públicos federais; vigiar a interferência de outras empresas nos mercados financeiros de capitais e controlar o fluxo de capitais estrangeiros no país; etc.

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM última integrante do subsistema normativo, é responsável por regulamentar, desenvolver, controlar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários do país, e tem como atribuições, promover medidas incentivadoras da

canalização da poupança para o mercado de capitais; estimular o funcionamento das bolsas de valores e das instituições operadoras do mercado de capitais e proteger os investidores do mercado.

É importante destacar que o órgão encarregado por gerenciar o Sistema Financeiro Nacional é o Conselho Monetário Nacional (CMN), e que o BACEN e a CVM estão diretamente vinculados a este. Os grupos que pertencem ao subsistema de intermediação são compostos por instituições como os bancos, as bolsas de valores, as corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, entre outras.

2.1.1 Agentes do Mercado de Capitais

Para que o sistema financeiro funcione é necessário que existam agentes interessados em obter recursos financeiros e outros que queiram aplicar seus recursos. Esses agentes são conhecidos como participantes do mercado de capitais. A CVM (2009) apresenta alguns dos principais agentes, conforme segue:

- **Emissores:** Companhias de capital abertas;
- **Intermediários:** Bancos de Investimento, Corretoras de Mercadorias, Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários, Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Agentes autônomos de Investimento e Administradores de carteiras. Neste grupo encontram-se os agentes que fazem a ligação entre os emissores e os investidores;
- **Administradores de Mercado:** Bolsas de Valores, Depositárias e Câmaras de Compensação e Liquidação;
- **Investidores:** Pessoas Físicas, Institucionais, Empresas, Estrangeiros e Outros;
- **Outros:** Analistas de Mercado de Valores Mobiliários, Empresas de Auditoria e consultorias.

2.1.2 Sociedades Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários

De acordo com Zani e Zanini (2009), as Sociedades Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários são conhecidas somente por “Corretoras”, e podem ser constituídas tanto na forma de Sociedade Anônima quanto na forma de Sociedade por Cotas de Responsabilidade Limitada, sendo supervisionadas pelo Banco Central do Brasil. Têm como responsabilidade

[...] operar em bolsas de valores, subscrever emissões de títulos e valores mobiliários no mercado; comprar e vender títulos e valores mobiliários por conta própria e de terceiros; encarregar-se da administração de carteiras e da custódia de títulos e valores mobiliários; exercer funções de agente fiduciário; instituir, organizar e administrar fundos e clubes de investimento; emitir certificados de depósito de ações e cédulas pignoratícias de debêntures; intermediar operações de câmbio; praticar operações no mercado de câmbio de taxas flutuantes; praticar operações de conta margem; realizar operações compromissadas; praticar operações de compra e venda de metais preciosos, no mercado físico, por conta própria e de terceiros; operar em bolsas de mercadorias e de futuros por conta própria e de terceiros (BACEN, 2009).

Estas sociedades são responsáveis por todas as movimentações do mercado de ações, tanto na compra quanto na venda. Qualquer indivíduo que deseja investir na bolsa de valores necessita entrar em contato com uma corretora para que a transação aconteça. São empresas constituídas e devem estar habilitadas pela CMV para executar as suas atividades. Toledo Filho (2001) descreve que as corretoras tinham o privilégio legal de operar com exclusividade nas bolsas de valores, porém a partir de 2009 estas passam essas atividades também podem ser desenvolvidas pelas Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários.

A BM&FBOVESPA (2009) descreve que as corretoras podem auxiliar na escolha das melhores opções de investimento, considerando o perfil do investidor, uma vez que acompanham o mercado em tempo integral; avaliam os principais acontecimentos; as empresas que estão progredindo e os fatores que podem gerar mudanças de cenário.

2.1.3 Tipos de Investimentos

No mercado financeiro os investimentos são normalmente classificados em duas grandes linhas: renda fixa e renda variável. Os investimentos em renda fixa são caracterizados pela aquisição de títulos (dívidas), ou seja, é um empréstimo que o investidor efetua a quem está emitindo o título e que tem um prazo de vencimento, no qual o investidor recebe o valor que emprestou mais uma remuneração (juros) (ELTON *et al.*, 2004). São exemplos desses investimentos: Caderneta de Poupança, Títulos de Investimentos, Certificados de Depósito Bancário (CDBs), Debêntures, entre outros.

Já os investimentos em renda variável são caracterizados pela aquisição de ações das companhias de capital aberto, situação em que o investidor se torna um acionista da empresa e a sua remuneração se dá por meio de dividendos, juros sobre o capital próprio, bonificações, valorização das ações e ainda direitos de subscrição.

Os investimentos de renda variável são normalmente fontes de financiamento de longo prazo das empresas, não sendo possível saber previamente qual será o retorno do investimento, diferentemente do investimento em renda fixa, pois neste a remuneração é previamente definida no momento da aplicação.

A aplicação de recursos financeiros em ações apresenta um risco maior que a aplicação em renda fixa. Para Taffarel *et al.* (2008, p. 1), “risco está ligado a uma possibilidade de perda que deriva de incertezas sobre algum evento, espera-se que, potencialmente, quanto maior o risco do investimento, maior deverá ser o retorno por ele proporcionado.”

Brealey e Myers (1998) assinalam que o risco de um investimento no mercado de ações dá-se em função da dispersão dos possíveis resultados, e que existe o risco único, que está relacionado à ação, e ainda existe o risco de mercado, que é derivado das oscilações do próprio mercado. Os investidores podem eliminar o risco único se diversificarem os investimentos, ou seja, não devem investir apenas em uma empresa, devem investir um conjunto de empresas, chamada de carteira de investimentos, com isso o investidor passa a ter apenas o chamado risco sistemático ou de mercado. Essa é a base da Teoria de Carteiras que foi desenvolvida por Markowitz em 1952.

2.1.4 Mercados Eficientes

A hipótese de mercado eficiente é um dos temas centrais da teoria financeira, pois segundo essa hipótese um mercado é considerado eficiente quando qualquer informação nova e relevante é refletida nos preços (COSTA JÚNIOR; LEAL; LEMGRUBER, 2000).

Assaf Neto (2003, p. 202-203) complementa, descrevendo que o preço de qualquer ativo tem por base as diversas informações que são disponibilizadas aos investidores e, sendo assim, estes tomam as decisões de compra e venda de ações com base em suas interpretações dos fatos relevantes. O autor apresenta as hipóteses básicas de um mercado eficiente, conforme segue:

- hipótese a:** nenhum participante do mercado tem capacidade de sozinho influenciar os preços de negociações, alterando-os segundo exclusivamente suas expectativas;
- hipótese b:** o mercado, de maneira geral, é constituído de investidores racionais, decidindo sobre alternativas que provocam o maior retorno possível para

determinado nível de risco, ou o menor risco possível para um certo patamar de retorno;

hipótese c: todas as informações estão disponíveis aos participantes do mercado, de maneira instantânea e gratuita. Nessa hipótese, nenhum investidor apresenta qualquer acesso privilegiado às informações, identicamente disponíveis a todos os agentes;

hipótese d: em princípio, o mercado eficiente trabalha com a hipótese de inexistência de racionamento de capital, permitindo que todos os agentes tenham acesso equivalente às fontes de crédito;

hipótese e: os ativos objetos de mercado são perfeitamente divisíveis e negociados sem restrições;

hipótese f: as expectativas dos investidores são homogêneas, isto é, apresentam o mesmo nível de apreciação com relação ao desempenho futuro do mercado.

Algumas dessas hipóteses carecem de sustentação como, por exemplo, a hipótese “b”, ou seja, de que o mercado é constituído por investidores racionais. Simon (1979) apresenta questões sobre a racionalidade limitada do ser humano, que fazem com que esta hipótese seja rejeitada. Na seção 2.3 deste capítulo é apresentada uma abordagem mais aprofundada sobre o tema.

Outra hipótese que também é fácil de ser rejeitada é a “c”, pois os argumentos apresentados na teoria de agência de Jensen e Meckling (1976), tratada com mais detalhamento no item 2.1.4.1 desta seção, também fazem com que essa hipótese seja rejeitada.

É importante destacar que um mercado é considerado eficiente quando o preço obtido por uma empresa ao vender suas ações seja o preço “justo”, e que este esteja refletindo o valor das ações, com base nas informações disponibilizadas (ROSS; WESTERFIELD; JORDAN, 2000). Sendo assim, os agentes do mercado financeiro devem trabalhar para que o mercado seja o mais eficiente possível.

Visto que a eficiência do mercado nem sempre pode ser efetiva, são apresentadas por Fama (*apud* PRUX JUNIOR, 1998) três categorias de eficiência de mercado: Fraca, Semi-Forte e Forte (Quadro 2):

Fraca	Semi-Forte	Forte
O preço atual das ações reflete as informações históricas sobre seus retornos.	Pressupõe que toda a informação pública é rapidamente absorvida pelo mercado de capitais. E integralmente refletida no preço desta ação.	É caracterizada como o estágio em que o preço reflete toda a informação relevante sobre uma determinada ação, seja esta pública ou privada.

Quadro 2: Formas de Eficiência de Mercado

Fonte: Adaptado de Prux Júnior (1998, p. 23-24).

Ross, Westerfield e Jordan (2000) descrevem que na forma de eficiência forte não existe confidencialidade de informações, que a semi-forte é a mais controversa, na medida em que o analista que tentar identificar ações incorretamente precificadas estará perdendo tempo, pois estas informações já estarão no preço da ação, e que a eficiência de forma fraca ao buscar

os padrões de comportamento de preços históricos não terá utilidade para identificar ações incorretamente precificadas.

Com isso, entende-se que para tornar o mercado o mais próximo do ideal, faz-se necessário que algumas medidas sejam adotadas, como a busca pela minimização dos conflitos de interesse e a redução da assimetria informacional, fazendo com que as opções por investimentos mais atrativos possam ter os riscos minimizados.

2.1.5 Governança Corporativa (GC)

Considerando o que foi abordado no item anterior acerca da eficiência de mercado, em que a informação divulgada é muito importante para a precificação das ações, e considerando ainda o que é apresentado por Ross, Westerfield e Jordan (2000) sobre o mercado forte, de que as informações confidenciais podem ser valiosas para quem as possui, sem levar em conta questões legais e éticas, entra em pauta a assimetria informacional que existe entre os agentes do mercado de capitais.

Em função dessa assimetria informacional, onde os gestores possuem um nível informacional sobre a empresa superior aos dos investidores, uma vez que nem todas as informações são repassadas ao mercado, e dos conflitos entre o principal e o agente como é apresentado por Jensen e Meckling (1976), surge na década de 1980 nos Estados Unidos a governança corporativa.

Esta é definida pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2004, p. 6) como

[...] o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

E, ainda, de uma forma mais abrangente como é descrita por Silveira (2004, p. 12-13), como sendo o “conjunto de mecanismos internos e externos que alinham os interesses dos gestores aos dos acionistas” visando “aumentar a probabilidade dos fornecedores de recursos garantirem para si o retorno de seu investimento”. No Quadro 3 são apresentados alguns mecanismos de GC.

Mecanismos Internos	Mecanismos Externos
- Conselho de Administração	- Mercado de Aquisição Hostil
- Sistema de Remuneração	- Mercado de Trabalho Competitivo
- Estrutura de Propriedade (posse de ações pelos gestores e conselheiros)	- Relatórios contábeis periódicos fiscalizados externamente (auditoria e agentes do mercado financeiro)

Quadro 3: Mecanismos Internos e Externos de Governança Corporativa

Fonte: Adaptado de Silveira (2002, p.14).

Silveira, Barros e Fama (2003) descrevem que os mecanismos apresentados no Quadro 3 são importantes para auxiliar a redução dos problemas de agência resultantes de tomadas de decisão que não tenham maximizado a riqueza dos acionistas por parte dos executivos.

2.1.5.1 Problemas de Agência

Os problemas de agência que foram comentados anteriormente resultam de um relacionamento de agência. Jensen e Meckling (1976) entendem o relacionamento de agência “como um contrato em que uma ou mais pessoas (principal) contratam outra pessoa (agente) para executar algum serviço em seu nome que envolva a delegação de alguma autoridade para tomada de decisão do agente” (tradução livre)¹. Essa relação que existe entre os acionistas e os gestores é apresentada na Figura 1.

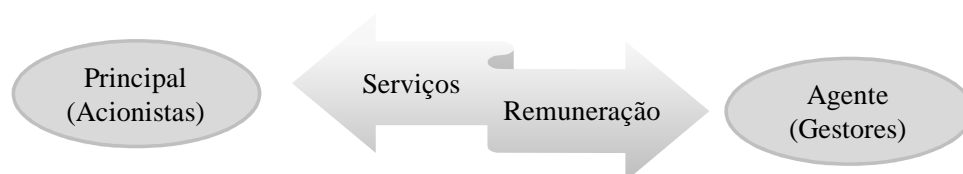


Figura 2: Relação entre os Acionistas e os Gestores

Fonte: Adaptado de Silveira (2002).

Os acionistas contratam os gestores para administrar a empresa, e estes prestam seus serviços em troca de uma remuneração. Porém, essa relação que aparentemente parece

¹ “as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent.” (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 309).

simples envolve outros fatores que a tornam um tanto complicada de ser solucionada, ocasionando os problemas de agência.

Esses problemas são derivados de possíveis decisões que o agente venha a tomar. Jensen e Meckling (1978) descrevem que há boas razões para acreditar que o agente nem sempre age pensando no interesse do principal. Isso ocorre em função de que a decisão pode ser de duas formas, como apresentado na Figura 3.

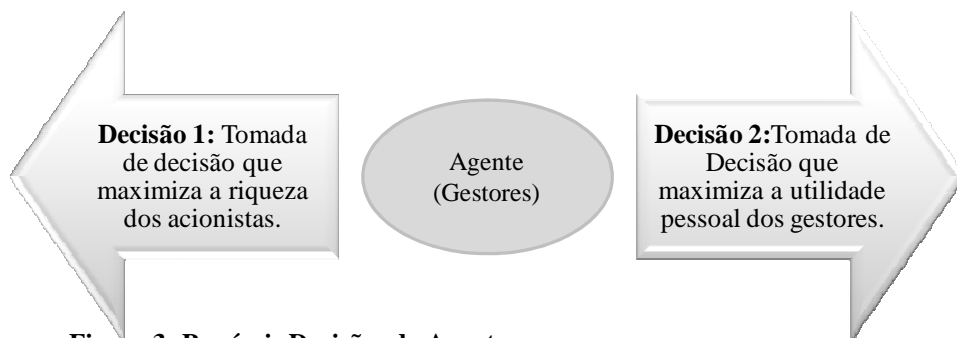


Figura 3: Possíveis Decisões do Agente
Fonte: Adaptado de Silveira (2002).

Na Figura 3 percebe-se que o agente pode tomar decisões em direções distintas, sendo que nem sempre são atraentes para o acionista, ou seja, são mais interessantes para o gestor, contrariando o que é esperado pelo principal. Silveira (2004) expõe que a diferença entre a decisão 1 e a decisão 2 representa um custo para a empresa, sendo que este custo é decorrente do problema de agência.

O gestor (agente), em muitos casos, é um profissional que não possuía relação com a empresa e que fora contratado exclusivamente para gerir o negócio, denominado de gestor profissional. Essa contratação é muito comum em países como os Estados Unidos, onde há uma dispersão do capital das empresas, ou seja, os acionistas possuem um número não muito representativo do capital da empresa, um percentual pequeno de ações, diferentemente do Brasil em que o capital é concentrado nas mãos de poucos acionistas.

No Brasil, em função do que foi abordado sobre a concentração de capital, os problemas de agência apresentam um foco um pouco distinto, pois deve ser considerado que o acionista majoritário possui um poder maior do que o minoritário, e pode tomar a decisão levando em consideração apenas a maximização de seus interesses. Isso se dá também em função de que na grande maioria das companhias de capital aberto brasileiras a gestão do negócio é de responsabilidade do acionista majoritário (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2005).

Por esse motivo, o IBGC elaborou e editou o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa que é apresentado a seguir.

2.1.5.2 Práticas de Governança Corporativa no Brasil

As companhias abertas brasileiras passaram a aderir às práticas de GC no ano de 2001, quando a BM&FBOVESPA instituiu os três níveis de Governança Corporativa denominados Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 e, mais recentemente, no ano de 2008 instituiu o BM&FBOVESPA Mais, que é uma pré-listagem à Bolsa, permitindo que as empresas que pretendem abrir capital, façam uma preparação para a adesão os mecanismos de GC.

O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa foi publicado no ano de 1999 pelo IBGC, que é uma organização exclusivamente dedicada à promoção da governança corporativa no Brasil e o principal fomentador das práticas e discussões sobre o tema no país, tendo alcançado reconhecimento nacional e internacional como tal.

Este código está alicerçado em quatro princípios: transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa (IBGC, 2004, p. 9-10).

Transparência: Mais do que "a obrigação de informar", a Administração deve cultivar o "desejo de informar", sabendo que da boa comunicação interna e externa, particularmente quando espontânea, franca e rápida, resulta um clima de confiança, tanto internamente, quanto nas relações da empresa com terceiros. A comunicação não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, mas deve contemplar também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação empresarial e que conduzem à criação de valor.

Equidade: Caracteriza-se pelo tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários, sejam do capital ou das demais "partes interessadas" (*stakeholders*), como colaboradores, clientes, fornecedores ou credores. Atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são totalmente inaceitáveis.

Prestação de Contas (*accountability*): Os agentes da governança corporativa devem prestar contas de sua atuação a quem os elegeu e respondem integralmente por todos os atos que praticarem no exercício de seus mandatos.

Responsabilidade Corporativa: Conselheiros e executivos devem zelar pela perenidade das organizações (visão de longo prazo, sustentabilidade) e, portanto, devem incorporar considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações. Responsabilidade Corporativa é uma visão mais ampla da estratégia empresarial, contemplando todos os relacionamentos com a comunidade em que a sociedade atua. A "função social" da empresa deve incluir a criação de riquezas e de oportunidades de emprego, qualificação e diversidade da força de trabalho, estímulo ao desenvolvimento científico por intermédio de tecnologia, e melhoria da qualidade de vida por meio de ações educativas, culturais, assistenciais e de defesa do meio ambiente. Inclui-se neste princípio a contratação preferencial de recursos (trabalho e insumos) oferecidos pela própria comunidade.

Esses princípios devem estar sempre em evidência nas empresas, visando com que os conflitos de interesse sejam minimizados. A transparência e a equidade estão diretamente ligadas à redução da assimetria informacional, para que todos os interessados tenham o maior número de informações para a tomada de decisão. A prestação de contas e a responsabilidade corporativa abordam a questão de que os gestores e conselheiros são os responsáveis pela organização, devendo prestar contas e responder pelos seus atos.

Santos (2002) descreve que as empresas que utilizam as boas práticas de GC tendem a ser favorecidas com um fluxo maior de recursos disponibilizados por investidores, pois transmitem uma maior confiança ao investidor, e ainda apresentam um melhor desempenho.

Com base no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, a BM&FBOVESPA segmentou a adesão a estas práticas, sendo que o nível de exigência depende do segmento em que a empresa estiver atuando. O Quadro 4 apresenta as exigências que as empresas devem cumprir para que possam receber o certificado da Governança Corporativa. Percebe-se que o Novo Mercado é o nível que mais apresenta exigência, seguido pelo Nível 2 e pelo Nível 1.

No segmento BM&FBOVESPA Mais se encontra as empresas que desejam ingressar no mercado de capitais de forma gradativa. É um nível direcionado às empresas de pequeno e médio porte, sendo que estas devem ter o objetivo e o compromisso de se desenvolver no mercado, aderindo aos mais elevados padrões de governança corporativa (BM&FBOVESPA, 2009).

Autorização para Negociação	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	BOVESPA Mais **
Obtenha e mantenha atualizado junto à CVM o registro de companhia que permita negociação de ações ordinárias em bolsa;	√			√
Obtenha e mantenha atualizado junto à CVM o registro de companhia que permita a negociação de ações ordinárias e/ou preferenciais em bolsa;		√		
Tenha solicitado o seu registro para negociação na BOVESPA;	√	√		√
Tenha assinado o Contrato de Participação no Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 ou BOVESPA Mais;	√	√	√	√
Tenha adaptado o seu estatuto social às cláusulas mínimas divulgadas pela BOVESPA, em especial a que se refere à Cláusula Compromissória;	√	√		√
Mantenha o Percentual Mínimo de Ações em Circulação;	√	√		
Tenha seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias, exceto em casos de desestatização, se se tratar de ações preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos políticos diferenciados, sejam intransferíveis e de propriedade do ente desestatizante, devendo referidos direitos ter sido objeto de análise prévia pela BOVESPA;	√			
Não tenha Partes Beneficiárias;	√	√	√	√
Observe as normas legais e regulamentares relativas e aplicáveis ao Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 ou BOVESPA Mais;	√	√	√	√
Mantenham Percentual Mínimo de Ações em Circulação, inclusive, (a) após uma operação de Alienação de Controle, quando o Comprador, se necessário, tomará as medidas cabíveis para recompor esse Percentual, dentro dos 6 (seis) meses subsequentes à referida operação, e (b) na ocorrência de um aumento de capital que não tenha sido integralmente subscrito por quem tinha direito de preferência ou que não tenha contado com número suficiente de interessados na respectiva distribuição pública;			√	
Elaborem e divulguem demonstrações financeiras anuais e trimestrais (DFP, ITR e IAN);	√	√	√	√
Elaborem e divulguem demonstrações financeiras anuais e trimestrais nos Padrões Internacionais e em Inglês;	√	√		
Realizem as reuniões públicas com os analistas pelo menos uma vez ao ano;	√	√	√	
Divulguem calendário anual até o final de janeiro de cada ano, informando sobre eventos corporativos programados e contendo no mínimo as informações sobre o calendário de eventos corporativos;	√	√	√	√
Divulguem informações de todo e qualquer contrato celebrado entre a Companhia e suas Controlada(s) e Coligada(s), seus Administradores, seu Acionista Controlador e, ainda, entre a Companhia e sociedade(s) Controlada(s) e Coligada(s) dos Administradores e do Acionista Controlador, assim como com outras sociedades que com qualquer dessas pessoas integre um mesmo grupo de fato ou de direito, sempre que for atingido, num único contrato ou em contratos sucessivos, com ou sem o mesmo fim, em qualquer período de um ano, valor igual ou superior a R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais) ou valor igual ou superior a 1% (um por cento) sobre o patrimônio líquido da Companhia, considerando-se aquele que for maior.;	√	√	√	√
Observem os procedimentos estabelecidos referente a dispersão acionária em distribuição pública;	√	√	√	
Apresentem prospectos, em distribuições públicas, que atendam aos requisitos no Regulamento;	√	√	√	√
Estabeleçam a obrigatoriedade de o Acionista Controlador a quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da Companhia de que seja titular direta ou indiretamente, inclusive seus Derivativos;	√	√	√	√
Exijam que os novos Administradores eleitos subscrevam o Termo de Anuência dos Administradores, condicionando a posse nos respectivos cargos à assinatura desse documento, cuja cópia deverá ser imediatamente enviada à BOVESPA;	√	√	√*	√
Exijam que todos os membros eleitos para compor o conselho fiscal subscrevam o Termo de Anuência dos Membros do Conselho Fiscal, condicionando a posse nos respectivos cargos à assinatura desse documento, cuja cópia deverá ser imediatamente enviada à BOVESPA;	√	√		√
Comprometem-se a resolver toda e qualquer disputa ou controvérsia relacionada ou oriunda do Regulamento de Listagem, do Contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa, das Cláusulas Compromissórias, em especial, quanto à sua aplicação, validade, eficácia, interpretação, violação e seus efeitos, por meio de arbitragem, perante a Câmara de Arbitragem, nos termos do seu Regulamento de Arbitragem.	√	√		√
Exijam que o Comprador, em caso de Alienação de Controle da Companhia, subscreva o Termo de Anuência dos Controladores, sendo que enquanto o Comprador não subscrever o referido termo: (i) o acionista controlador alienante não transferirá a propriedade de suas ações; e (ii) a Companhia não registrará qualquer transferência de ações para o Comprador, devendo uma cópia desse termo ser imediatamente enviada à BOVESPA.	√	√	√	√

* Exceto se a referida obrigação de subscrever o Termo estiver prevista no Estatuto da Companhia

** Devem ainda ser consideradas outras condições que tratam das ações preferenciais.

Quadro 4: Regras para Adesão ao Novo Mercado, Níveis 1, 2 e BM&FBOVESPA Mais

Fonte: Adaptado dos Regulamentos dos Níveis de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA (2008).

2.2 EVIDENCIAÇÃO CONTÁBIL

Na seção anterior abordaram-se questões sobre o mercado de capitais e as formas de reduzir os conflitos entre o agente e o principal. Foram apresentadas as práticas de governança corporativa que auxiliam na redução da assimetria informacional. Essas práticas permitem aos tomadores de decisões uma maior confiabilidade nas informações disponibilizadas.

A contabilidade constitui a fonte de onde se originam todas essas informações, na medida em que tem por objetivo fornecer aos usuários um conjunto de informações úteis para a tomada de decisão sobre a movimentação econômico-financeira do patrimônio de uma entidade (IUDÍCIBUS, 2004), podendo, dessa forma, ser considerada a fornecedora principal das informações que são divulgadas pelas empresas no mercado de capitais.

A evidenciação contábil (*disclosure*) “está ligada aos objetivos da Contabilidade, ao garantir informações diferenciadas para os vários tipos de usuários” (IUDÍCIBUS, 2004, p. 123). O *disclosure* está relacionado com a revelação da situação da empresa por meio das informações contábeis. Dantas, Zendersky e Niyama (2004) descrevem que há uma semelhança entre o *disclosure* e a definição de transparência, pois evidenciação não significa apenas divulgar, mas divulgar com qualidade, oportunidade e clareza.

Hendriksen e Van Breda (1999, p. 511), ao abordarem esse assunto, apresentam três questionamentos: A quem deve ser divulgada a informação? Qual a finalidade da informação? Quanta informação deve ser divulgada? Esses questionamentos são respondidos no decorrer desta seção.

2.2.1 Usuários da Informação Contábil

Iudícibus (2004) disserta sobre duas abordagens que devem ser consideradas ao estabelecer o objetivo da contabilidade; a primeira é de que a contabilidade deve fornecer um conjunto básico de informações que atenda igualmente a todos os tipos de usuários; e a segunda é que a contabilidade deveria ser capaz e responsável por disponibilizar informações diferenciadas, levando em consideração o usuário que as irá utilizar.

Entende-se esta segunda abordagem como um grande desafio para os profissionais da contabilidade, tendo em vista o grande número de usuários da informação contábil, os quais

possuem interesses específicos, o que dificulta o pleno atendimento das suas necessidades. Estes usuários são apresentados no Quadro 5.

Usuários	Utilidade das Demonstrações Contábeis
Investidores (atuais e potenciais)	Utilizam as informações para tomar a decisão de comprar, manter ou vender investimentos. Avaliam ainda a capacidade de pagamento de dividendos da empresa.
Empregados	Verificam a estabilidade e a lucratividade de seus empregadores. Avaliam a capacidade que tem a entidade de prover sua remuneração, seus benefícios de aposentadoria e suas oportunidades de emprego.
Credores por empréstimos	Verificam a capacidade da entidade em pagar seus empréstimos e os correspondentes juros no vencimento.
Fornecedores e outros credores comerciais	Avaliam se as importâncias que lhes são devidas serão pagas nos respectivos vencimentos.
Clientes	Verificam a continuidade operacional da entidade.
Governo e suas agências	Verificam a destinação de recursos das entidades. Visam ainda regulamentar as atividades das entidades, estabelecer políticas fiscais.
Público	Avaliam a contribuição substancial à economia local de vários modos, inclusive empregando pessoas e utilizando fornecedores locais.

Quadro 5: Usuários das Informações Contábeis

Fonte: Deliberação 539/2008 da CVM.

2.2.2 Formas de Evidenciação

Visando atender as demandas dos usuários por informações diferenciadas, são apresentadas as formas de evidenciação utilizadas pelas empresas.

Hendriksen e Van Breda (1999)	Iudícibus (2004)
Formato e disposição das demonstrações formais	Forma e apresentação das Demonstrações Contábeis
Terminologia e apresentações detalhadas	
Informações entre parênteses	Informação entre parênteses
Notas Explicativas	Notas Explicativas
Demonstrações e quadros complementares	Quadros e demonstrativos Suplementares
Comentários no Parecer de Auditoria	Comentários do auditor
Carta do Presidente do Conselho de Administração	Relatório de Administração

Quadro 6: Formas de Evidenciação

Fonte: Baseado em Hendriksen e Van Breda (1999, p. 524); Iudícibus (2004, p. 126).

Hendriksen e Van Breda (1999) mencionam com relação ao formato e disposição das demonstrações, que deve se apresentar as informações mais relevantes no corpo de uma ou mais demonstrações. A terminologia e apresentações detalhadas são abordadas, pois o grau de detalhamento empregado nas demonstrações é importante, uma vez que os títulos e descrições apropriados são esclarecedores, enquanto termos obscuros podem confundir o leitor. Informações que tenham relevância podem ser disponibilizadas entre parênteses após o título nas demonstrações.

As notas explicativas têm uma importante função, pois resultam em uma divulgação mais extensa dos eventos e dados financeiros, mas ao mesmo tempo estas vêm sendo utilizadas de forma generalizada o que dificulta o desenvolvimento das próprias demonstrações. Iudícibus (2004) destaca que as notas explicativas são utilizadas no Brasil como sinônimo de evidenciação, o que pode ser visto como uma distorção, pois a evidenciação principal deve ser contemplada nas demonstrações contábeis e nos relatórios formais.

Os quadros e demonstrações suplementares podem ser utilizados para apresentar detalhes das demonstrações contábeis que não podem ser apresentados nas mesmas, e ainda podem ser utilizados para apresentar informações sob outra perspectiva como, por exemplo, a avaliação de ativos ao preço de mercado, o que não pode ser feito em uma demonstração oficial, em função da legislação societária. Essas informações podem ser de grande valia para os investidores.

O parecer do auditor pode evidenciar o uso de métodos contábeis distintos dos métodos geralmente aceitos, ou de substituição de um método por outro, e ainda pode apresentar uma diferença de opinião entre os auditores e o cliente com relação à aceitação dos métodos contábeis utilizados nas demonstrações (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999).

Por fim tem-se o relatório de administração, cuja função é apresentar normalmente as informações de caráter não-financeiras, mas que afetam as operações da empresa.

É importante considerar que “a escolha do melhor método de divulgação, em cada caso, depende da natureza da informação e de sua importância relativa” (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999, p.524).

2.2.3 Nível de Evidenciação

A decisão sobre a quantidade de informações que devem ser divulgadas pela empresa em cada período não é fácil de ser tomada, pois como já apresentado, muitos são os usuários das informações e cada um possui necessidades distintas.

Neste caso, o profissional da contabilidade juntamente com os gestores da empresa deve levar em consideração a utilidade da informação que será divulgada e a quem será repassada. De posse dessas indicações ele está apto a realizar a evidenciação. O custo-benefício da divulgação também deve ser considerado, pois a geração de relatórios envolve tempo e custos com divulgação, e dessa forma o julgamento da relevância de informar ou não também deve ser visto.

É importante considerar que quando esse assunto é tratado na literatura contábil, três expressões são comumente utilizadas. São elas: *Adequate Disclosure* (Evidenciação Adequada); *Fair Disclosure* (Evidenciação Justa); e *Full Disclosure* (Evidenciação Plena). Para Iudícibus (2004) não existe diferença efetiva entre esses conceitos.

Com relação a quantidade de informação que deve ser divulgada, Iudícibus (2004) declara que a empresa deve procurar o nível ideal de divulgação. A Figura 4 ilustra a equação da quantidade de informação a ser divulgada.



Figura 4: Quantidade de Informação Divulgada
 Fonte: Baseado em Iudícibus (2004).

A Figura 4 ilustra o nível de informação que deve ser divulgada, sendo que o profissional responsável por esta decisão deve ter condições de avaliar qual o nível ideal de informações que devem ser divulgadas; nem muita, nem pouca, a palavra certa é adequada. Deve considerar a utilidade dessa informação, de tal forma que se esta não tiver utilidade para os usuários tomarem decisões, pode ser considerada excessiva. Por outro lado, se o usuário

não tem condições de decidir com as informações que foram dispostas para ele, considera-se que as informações fornecidas foram insuficientes.

2.2.4 Características das Informações Contábeis

As informações contábeis podem ser quantitativas ou não, conforme apresentado a seguir. Além disso, devem apresentar as seguintes características: compreensibilidade, relevância, materialidade, confiabilidade, representação adequada, considerar a primazia da essência sobre a forma, neutralidade, prudência, integridade e comparabilidade (Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC, 2008).

O Quadro 7 apresenta as características que distinguem os dados quantitativos e não quantitativos.

Dados Quantitativos	Dados Não-Quantitativos
São significativos e relevantes para os usuários da informação.	São difíceis de serem avaliados.
São modelos úteis para a tomada de decisão.	Podem receber pesos variados por diferentes usuários para a tomada de decisão.
Caixa e itens semelhantes são medidos com precisão razoável.	Essa diferença de peso pode se dar em função da relevância da informação.
As contas a receber podem apresentar o seu valor corrente um pouco menos preciso.	Sua relevância pode estar relacionada aos dados quantitativos aos quais podem estar ligados.
Os intangíveis só podem ser medidos dentro de um intervalo relativamente amplo.	Serão relevantes e merecedores de divulgação quando úteis ao processo decisório.
Sendo assim, os usuário da informação confiam mais em certos itens do que em outros.	Deve-se fazer a seguinte pergunta: A adição da informação tende a melhorar a maioria das decisões baseadas nos relatórios financeiros?

Quadro 7: Características dos Dados Quantitativos e Não-Quantitativos

Fonte: Baseado em Hendriksen e Van Breda (1999).

A avaliação dos dados não-quantitativos representa um grande desafio para os profissionais da contabilidade, uma vez que estes apresentam uma gama de informações que são difíceis de serem mensuradas. Sendo assim, os dados não-quantitativos devem sempre estar relacionados aos dados quantitativos, pois juntos complementam as informações e estas passam a ser entendidas com mais facilidade.

No intuito de auxiliar no entendimento das informações que são divulgadas pelas demonstrações contábeis, o CPC divulgou em março de 2008 um pronunciamento que

estabelece os conceitos que fundamentam a preparação e a apresentação de demonstrações contábeis destinadas aos usuários externos. Dentre esses conceitos destacam-se: as características qualitativas, como sendo os atributos que tornam as demonstrações contábeis úteis para os usuários. No início deste tópico estão nominadas essas características, cujo detalhamento é (CPC, 2008):

- **Compreensibilidade:** as informações apresentadas nas demonstrações contábeis devem ser prontamente entendidas pelos usuários;
- **Relevância:** as informações são consideradas relevantes quando influenciarem as decisões econômicas dos usuários, ajudando-os a avaliar o impacto de eventos passados, presentes ou futuros ou confirmando ou corrigindo as suas avaliações anteriores;
- **Materialidade:** a relevância das informações é afetada pela sua natureza e materialidade. Em alguns casos, a natureza das informações por si só é suficiente para determinar a sua relevância. Uma informação é material se a sua omissão ou distorção puder influenciar as decisões econômicas dos usuários, tomadas com base nas demonstrações contábeis;
- **Confiabilidade:** as informações devem ser confiáveis, ou seja, não devem apresentar erros ou vieses relevantes e representar adequadamente aquilo que se propõem a representar;
- **Representação Adequada:** as informações devem representar adequadamente as transações e outros eventos a que se propõe representar;
- **Primazia da Essência sobre a Forma:** as transações e eventos devem ser contabilizados e apresentados de acordo com a sua substância e realidade econômica, e não meramente por sua forma legal;
- **Neutralidade:** a informação contida nas demonstrações contábeis deve ser neutra, isto é, imparcial;
- **Prudência:** deve existir um certo grau de precaução no exercício dos julgamentos necessários às estimativas em certas condições de incerteza, no sentido de que ativos ou receitas não sejam superestimados e que passivos ou despesas não sejam subestimados;
- **Integridade:** a informação constante nas demonstrações contábeis deve ser completa, dentro dos limites de materialidade e custo;

- **Comparabilidade:** as demonstrações contábeis devem ser comparáveis, tanto com relação aos exercícios anteriores como com relação a outras entidades, com a finalidade de identificar tendências na sua posição patrimonial e financeira e no seu desempenho.

É importante considerar que as características qualitativas das demonstrações contábeis devem estar em equilíbrio, uma vez que se estas forem observadas isoladamente apresentam contradições. Sendo assim, recai sobre o responsável pela elaboração das demonstrações contábeis a avaliação de qual informação é relevante, se é prudente informar, se é compreensível, se está apresentada de forma integral, etc.

A seguir é apresentada a Figura 5, que mostra a hierarquia da qualidade da informação contábil considerando as características qualitativas.

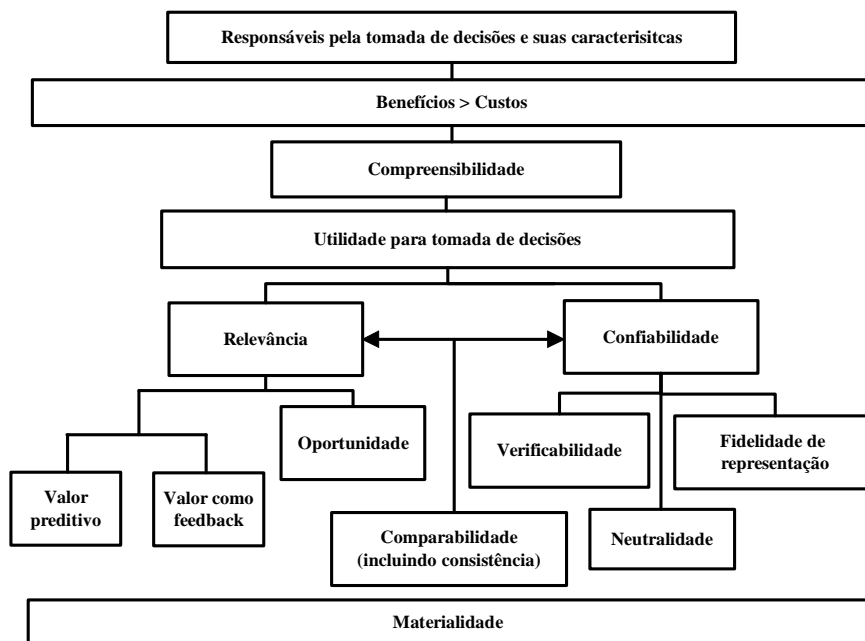


Figura 5: Hierarquia da qualidade da Informação Contábil

Fonte: Hendriksen e Van Breda (1999, p. 96).

Para ser melhor entendida, a Figura 5 deve ser examinada de baixo para cima, pois antes de tudo a informação tem que ser material, sendo entendida pelo FASB (*apud* HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999) como material a informação que é importante para o usuário. A relevância e a confiabilidade das informações devem estar juntas, ou seja, em equilíbrio. Com relação a relevância tem que se considerar a apresentação oportuna da informação, ou seja, no momento certo, assim como o seu valor preditivo, que auxilia os usuários a aumentarem a probabilidade de prever os resultados dos eventos mais corretamente

e, ainda, o valor como *feedback*, que permite a confirmação ou correção de expectativas anteriores.

Com relação à confiabilidade das informações apresentadas, deve-se considerar a verificabilidade (possibilidade de verificar se a informação é verdadeira), a fidelidade de representação (representação fiel dos fenômenos apresentados) e a neutralidade (verificação de que não há tendências ou vieses). Relacionado com a relevância e a confiabilidade, a comparabilidade surge para verificar se a qualidade das informações permite aos usuários identificar semelhanças e diferenças entre dois conjuntos de fenômenos econômicos.

Após, deve-se verificar se as informações têm utilidade para tomada de decisão e são compreensíveis, e ainda se benefícios obtidos com essas informações são superiores ao seu custo, e se a informação contábil chega os usuários com um grau de qualidade ideal.

2.2.5 Evidenciação Compulsória

As informações obrigatórias são representadas pelo conjunto de demonstrações contábeis devidamente regulamentadas pela Lei 6.404/76 e suas alterações, e pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

As demonstrações contábeis obrigatórias para as companhias de capital aberto são:

Documentos de apresentação obrigatória	Função
Balanço Patrimonial	Apresentar a posição financeira e patrimonial da empresa em determinada data, representando, portanto, uma posição estática.
Demonstração do Resultado do Exercício	Apresentar de forma resumida as operações realizadas pela empresa durante o exercício, destacando o resultado líquido do período.
Demonstração de Lucros ou Prejuízos Acumulados	Deve apresentar a composição dos prejuízos acumulados assim com a destinação do lucro realizado no exercício social.
Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido	Deve evidenciar a mutação do patrimônio em termo globais (novas integralizações de capital, resultado ajustes de exercícios anteriores, dividendos, etc.) e em termos de mutações internas (incorporações de reserva de capital, etc)
Demonstração dos Fluxos de Caixa	Mostra como ocorreram as movimentações das disponibilidades em um dado período de tempo.
Demonstração do Valor Adicionado	Deve informar o valor da riqueza criada pela empresa em um período e a sua forma de distribuição.
Notas Explicativas	Devem apresentar informações que complementem as demonstrações contábeis, sendo que essas informações devem ser necessárias para auxiliar na avaliação da situação e evolução patrimonial da empresa.
Relatório de Administração	Deve evidenciar informações sobre os negócios sociais e principais fatos administrativos, as políticas de reinvestimento dos lucros, Investimentos em coligadas e Controladas e Aquisição de Debêntures.

Quadro 8: Informações Compulsórias

Fonte: Baseado em Iudícibus, Martins e Gelbcke (2007).

O CPC emitiu em julho de 2009 o pronunciamento CPC 026 que trata da Apresentação das Demonstrações Contábeis. Neste descreve o conjunto completo de demonstrações contábeis que as empresas devem apresentar no final de cada período, sendo elas:

- (a) balanço patrimonial ao final do período;
- (b) demonstração do resultado do período;
- (c) demonstração do resultado abrangente do período;
- (d) demonstração das mutações do patrimônio líquido do período;
- (e) demonstração dos fluxos de caixa do período;
- (f) demonstração do valor adicionado do período, conforme Pronunciamento Técnico CPC 09 – Demonstração do Valor Adicionado, se exigido legalmente ou por algum órgão regulador ou mesmo se apresentada voluntariamente;
- (g) notas explicativas, compreendendo um resumo das políticas contábeis significativas e outras informações explanatórias; e
- (h) balanço patrimonial no início do período mais antigo comparativamente apresentado quando a entidade aplica uma política contábil retroativamente ou procede à rerepresentação de itens das demonstrações contábeis, ou ainda quando procede à reclassificação de itens de suas demonstrações contábeis. (CPC, 2009, p. 7).

Ainda no mesmo pronunciamento descreve que “a demonstração do resultado abrangente pode ser apresentada em quadro demonstrativo próprio ou dentro das mutações do patrimônio líquido”, e que “a entidade deve apresentar com igualdade de importância todas as demonstrações contábeis que façam parte do conjunto completo de demonstrações contábeis.” (CPC, 2009, p. 7).

Verificam-se algumas pequenas alterações na nomenclatura das demonstrações da Lei 6.404/76 suas respectivas alterações para as apresentadas pelo CPC 026, porém é importante entender que a essência das demonstrações permanece a mesma.

Sobre o Relatório da Administração, o CPC (2009) descreve que este tem como finalidade descrever e explicar as características principais do desempenho e da posição financeira e patrimonial da entidade e ainda as principais incertezas às quais está sujeita. Não destaca a sua obrigatoriedade, pois nem todas as empresas são obrigadas a apresentá-lo, essa é uma exigência apenas para as companhias de capital aberto.

Dentre as demonstrações supracitadas, apenas o Relatório da Administração e as Notas Explicativas permitem uma maior evidenciação da situação social, da política da empresa e a possibilidade de inclusão de alguns indicadores econômico-financeiros (DALMÁCIO; NOSSA, 2003).

A capacidade de maior evidenciação das notas explicativas e do Relatório da Administração dá-se em função de o gestor ter a liberdade de disponibilizar informações de forma espontânea, podendo assim melhorar e simplificar a comunicação com os usuários da informação contábil. Porém deve se considerar que são documentos de apresentação obrigatória e que há questões em que a legislação e regulamentações exigem que estejam contempladas.

As notas explicativas devem oferecer descrições narrativas ou segregações e um maior esclarecimento sobre itens divulgados nas demonstrações e ainda podem apresentar informações sobre itens que não se enquadram nos critérios de reconhecimento nas demonstrações contábeis (CPC, 2009).

De acordo com a Lei 11.941/2009 que alterou o § 5º do Art. 176 da Lei 6.404/76 as notas explicativas devem:

- I – apresentar informações sobre a base de preparação das demonstrações financeiras e das práticas contábeis específicas selecionadas e aplicadas para negócios e eventos significativos;
- II – divulgar as informações exigidas pelas práticas contábeis adotadas no Brasil que não estejam apresentadas em nenhuma outra parte das demonstrações financeiras;

III – fornecer informações adicionais não indicadas nas próprias demonstrações financeiras e consideradas necessárias para uma apresentação adequada; e

IV – indicar:

- a) os principais critérios de avaliação dos elementos patrimoniais, especialmente estoques, dos cálculos de depreciação, amortização e exaustão, de constituição de provisões para encargos ou riscos, e dos ajustes para atender a perdas prováveis na realização de elementos do ativo;
- b) os investimentos em outras sociedades, quando relevantes (art. 247, parágrafo único);
- c) o aumento de valor de elementos do ativo resultante de novas avaliações (art. 182, § 3º);
- d) os ônus reais constituídos sobre elementos do ativo, as garantias prestadas a terceiros e outras responsabilidades eventuais ou contingentes;
- e) a taxa de juros, as datas de vencimento e as garantias das obrigações a longo prazo;
- f) o número, espécies e classes das ações do capital social;
- g) as opções de compra de ações outorgadas e exercidas no exercício;
- h) os ajustes de exercícios anteriores (art. 186, § 1º); e
- i) os eventos subsequentes à data de encerramento do exercício que tenham, ou possam vir a ter, efeito relevante sobre a situação financeira e os resultados futuros da companhia.

Essas informações que devem constar nas notas explicativas são consideradas de caráter obrigatório, porém o gestor ainda tem a possibilidade de apresentá-las de uma forma simplificada e clara que melhore a comunicação entre a empresa e o usuário da informação e ainda pode acrescentar outras informações que julgue importantes para a empresa.

O Relatório da Administração da mesma forma como as notas explicativas permite uma maior flexibilidade tanto na forma de apresentação como na linguagem que em que está escrito também deve apresentar algumas informações de cunho obrigatório, sendo elas:

- a) Aquisição de debêntures de sua própria emissão (art. 55, § 2º);
- b) Política de reinvestimento de lucros e distribuição de dividendos constantes de acordo de acionistas (art. 118, § 5º);
- c) Negócios sociais e principais fatos administrativos ocorridos no exercício (art. 133, inciso I);
- d) Relação dos investimentos em sociedades coligadas e/ou controladas evidenciando as modificações ocorridas durante o exercício (art. 243). (CVM, 1987, p. 1).

Essas informações podem ser complementadas por outras e são consideradas de natureza voluntária como visto a seguir.

2.2.6 Evidenciação Voluntária

São consideradas informações voluntárias todas aquelas que não estão compreendidas no escopo das informações obrigatórias que devem ser divulgadas pelas empresas. Essas

informações são divulgadas no intuito de apresentar uma maior transparência ao mercado e, por consequência, aos analistas e investidores.

Sendo assim, entende-se que o conjunto de informações, obrigatórias e voluntárias, reveladas pela contabilidade auxilia na redução da assimetria informacional. Essa redução de assimetria se dá em função de um maior volume e qualidade das informações divulgadas pelas empresas, o que permite que os usuários tenham um maior número de informações e, com isso, passam a ter maior segurança e confiança nas evidenciações apresentadas.

O Relatório da Administração integra as demonstrações contábeis, e visa complementar as peças contábeis e notas explicativas, podendo ser considerado como um elemento importante de comunicação entre a companhia, acionistas e a comunidade. As informações contidas neste documento devem ser úteis, fidedignas e detalhadas, além de ser apresentadas com simplicidade de linguagem para ser acessível ao maior número possível de leitores (CVM, 1987).

Gonçalves e Ott (2003) alertam que as informações contidas neste relatório possuem importância relativa, já que não são auditadas e que muitas vezes podem estar repletas de otimismo. Mas ao mesmo tempo podem conter indícios de políticas e tendências sobre o futuro da empresa que auxiliam os usuários na tomada de decisão.

Para efeitos da elaboração do Relatório da Administração, a CVM (1987) apresenta uma relação de informações que podem ser divulgadas e que são consideradas de caráter voluntário, uma vez que são apresentadas como recomendação, conforme segue:

Tipos de Informações	Sugestões de redação
Descrição dos negócios, produtos e serviços	Histórico das vendas físicas dos últimos dois anos e vendas em moeda de poder aquisitivo da data do encerramento do exercício social. Algumas empresas apresentam descrição e análise por segmento ou linha de produto, quando relevantes para a sua compreensão e avaliação.
Comentários sobre a conjuntura econômica geral	Concorrência nos mercados, atos governamentais e outros fatores exógenos relevantes sobre o desempenho da companhia.
Recursos humanos	Número de empregados no término dos dois últimos exercícios e "turnover" nos dois últimos anos, segmentação da mão-de-obra segundo a localização geográfica; nível educacional ou produto; investimento em treinamento; fundos de seguridade e outros planos sociais.
Investimentos	Descrição dos principais investimentos realizados, objetivo, montantes e origens dos recursos alocados.
Pesquisa e desenvolvimento	Descrição sucinta dos projetos, recursos alocados, montantes aplicados e situação dos projetos.
Novos produtos e serviços	Descrição de novos produtos, serviços e expectativas a eles relativas.
Proteção ao meio-ambiente	Descrição e objetivo dos investimentos efetuados e montante aplicado.
Reformulações administrativas	Descrição das mudanças administrativas, reorganizações societárias e programas de racionalização.
Direitos dos acionistas e dados de mercado	Políticas relativas à distribuição de direitos, desdobramentos e grupamentos; valor patrimonial das por ação, negociação e cotação das ações em Bolsa de Valores.
Perspectivas e planos para o exercício em curso e os futuros	Poderá ser divulgada a expectativa da administração quanto ao exercício corrente, baseada em premissas e fundamentos explicitamente colocados, sendo que esta informação não se confunde com projeções por não ser quantificada.

Quadro 9: Tipos de Informações Voluntárias Disponibilizadas no Relatório da Administração

Fonte: Baseado no CVM (1987).

As informações contidas no Quadro 9 são apresentadas pela CVM (1987) como recomendações e exemplos que foram obtidos junto aos Relatórios da Administração de companhias brasileiras e ainda de práticas comumente adotadas em outros países. Essas recomendações visam melhorar a qualidade e a quantidade de informações que são disponibilizadas aos usuários, o que pode gerar uma maior transparência e com isso uma maior confiabilidade.

Hendriksen e Van Breda (1999) complementam esse conjunto de informações quando elencam outras informações que podem ser divulgadas no intuito de esclarecer e elucidar possíveis dúvidas e anseios dos usuários, visando à tomada de decisão (Quadro 10).

Informações que podem ser divulgadas	
Previsões Financeiras	Constituem projeções financeiras para os exercícios seguintes baseadas em informações do exercício em análise e anteriores.
Políticas Contábeis	Revelação dos parâmetros e procedimentos contábeis utilizados para a apuração dos resultados apresentados
Mudanças Contábeis	Descrição de alterações nos critérios contábeis utilizados com relação aos exercícios anteriores e suas consequências.
Divulgação de Eventos Posteriores às Demonstrações	Apresentação de eventos que ocorreram após o fechamento das demonstrações e que afetam a validade ou a interpretação das demonstrações e as decisões que são baseadas em informações baseadas nestas.

Quadro 10: Outras Informações Voluntárias

Fonte: Baseado em Hendriksen e Van Breda (1999).

Hendriksen e Van Breda (1999) destacam ainda algumas questões que consideram importantes:

a) Com relação às previsões financeiras, os autores descrevem que os responsáveis pela elaboração das informações contábeis carecem de uma noção de como os investidores e outros indivíduos processam as informações, em função de que as avaliações na grande maioria das vezes são feitas de forma subjetiva, além de serem baseadas em diversas premissas e variáveis.

b) As informações divulgadas nas demonstrações contábeis são baseadas no custo histórico, porém os investidores estão mais interessados nas perspectivas futuras. Sendo assim, esse descompasso pode ser suprido por informações complementares como as previsões financeiras, mas por outro lado as previsões podem muitas vezes não se concretizar, e com isso corre-se o risco de gerar falsas expectativas aos usuários das informações. Isso faz com que os administradores relutem em divulgar projeções, pois estas podem dar uma impressão de inexatidão, se desatualizam rapidamente, são utilizadas pelos concorrentes, e no caso de não cumprimento podem gerar insatisfação dos investidores e ainda podem colocar os administradores na obrigação de cumpri-las.

Esses fatores devem ser analisados sob o ponto de vista da relevância da divulgação das informações aos usuários como já descrito, mas é importante considerar o custo-benefício que esta divulgação irá gerar.

Neste sentido, Dedman *et al.* (2008) descrevem que os benefícios com a divulgação de informações voluntárias têm sido um argumento forte para a sua publicação, quando

comparado com as informações obrigatórias, uma vez que estas informações apresentam aos usuários dados importantes e podem fazer a diferença no momento da tomada de decisão.

Ao mesmo tempo, essa divulgação de informações voluntárias é apresentada por autores como sendo um jogo. Dye (2001) menciona que quando se trata de divulgação de informações voluntárias, existe por trás uma forte teoria denominada de *Theory of voluntary disclosures*, que apresenta a seguinte premissa: qualquer entidade que pretenda fazer uma divulgação de informações voluntárias só a fará se esta for favorável para a empresa, de tal forma que informações consideradas não favoráveis não são transmitidas ao mercado.

O autor assinala que se uma empresa obtém um resultado considerado não muito bom em determinada situação, tenderá a informar excessivamente outras coisas no intuito de desviar a atenção do leitor. Dye (2001) cita como exemplo uma empresa que destaca no seu relatório repetidamente o sucesso na obtenção da redução de seus custos, mas por outro lado não faz qualquer menção às receitas. Pode se inferir que o crescimento das receitas foi decepcionante, mesmo antes de avaliar as receitas apresentadas.

Essa questão levantada pelo autor deve ser analisada com atenção por parte dos usuários da informação e pelos responsáveis pela elaboração dessas informações, uma vez que os primeiros, quando se baseiam apenas pelos relatórios para tomar decisões, podem fazê-lo equivocadamente se não analisarem conjuntamente com as demonstrações contábeis. Com relação aos segundos, estes estão gerando informações que podem induzir o leitor a escolha errada.

No Quadro 10, consta também que nos relatórios devem ser apresentadas informações sobre políticas e mudanças contábeis, Hendriksen e Van Breda (1999) entendem que estas são informações essenciais para a tomada de decisões de investimento, uma vez que os parâmetros e procedimentos adotados para a elaboração das demonstrações contábeis podem gerar resultados diferentes, quando comparados com outros procedimentos. Sendo assim, se o usuário das informações contábeis não tiver acesso a essas informações pode tomar decisões equivocadas.

Sobre a divulgação de eventos posteriores à apresentação das demonstrações contábeis, é importante destacar que mesmo sendo obrigatória a sua divulgação em Notas Explicativas, Hendriksen e Van Breda (1999, p. 521) apresentam e destacam que as mesmas podem ser divulgadas no relatório da Administração. E destacam dois tipos de eventos

relevantes que podem ocorrer posteriormente ao encerramento das demonstrações, e antes da data do fechamento do relatório:

1. Eventos que afetam diretamente os valores divulgados nas demonstrações financeiras.
2. Eventos que alteram significativamente a validade das avaliações no balanço ou as relações entre titulares de direitos, ou afetam significativamente a utilidade das atividades do exercício para fins de predição do exercício corrente.

Os dois tipos de eventos que os autores citam podem influenciar diretamente a tomada de decisão, e ao não constarem no relatório podem levar o usuário a cometer equívocos. Dessa forma, pode-se dizer que as informações divulgadas não estão completas e não apresentam transparência aos usuários da informação.

2.3 TOMADA DE DECISÃO

Tomar decisão é um ato comum que as pessoas fazem diariamente, muitas vezes sem dar-se conta. Decidir é escolher uma alternativa dentre várias que são apresentadas, mas fazer a escolha certa ou a mais apropriada depende da qualidade e quantidade de informações que se tem sobre as alternativas, disponibilizadas ao tomador da decisão para auxiliá-lo a decidir pela alternativa mais correta.

Simon (1979) descreve que até certo ponto toda decisão é matéria de acomodação, pois a alternativa escolhida não consegue cumprir em sua totalidade ou perfeitamente os objetivos e metas traçados, visto que a alternativa escolhida pode ser apenas a melhor opção encontrada para aquele momento. Isso acontece em função de que a situação do meio ambiente limita as alternativas disponíveis, estabelecendo o nível máximo que se pode atingir.

Essa abordagem apresentada por Simon (1979) pode ser entendida como um esgotamento de alternativas para a resolução de algo, e sendo assim opta-se pela melhor alternativa que pode ser considerada como sendo a menos prejudicial. As informações que se tem sobre as alternativas possíveis podem ser consideradas essenciais para a formação do processo decisório.

Robbins e Decenzo (2004) sobre esta questão, argumentam que para tomar decisões os indivíduos necessitam primeiramente fazer escolhas, e para isso precisam ter pensamentos cuidadosos e muitas informações. Informações completas podem gerar uma sobrecarga ao

tomador de decisão e isso faz com que muitas vezes este procure formas de acelerar o processo, ou seja, para evitar a sobrecarga de informações busca atalhos de julgamento denominados de heurísticas, que podem ser entendidas de duas formas: as de disponibilidade e as representativas, sendo que ambas criam tendências nos decisores. Robbins e Decenzo (2004) descrevem como:

- Heurística da disponibilidade, aquela que baseia os julgamentos em informações que estejam prontamente disponíveis; e
- Heurística da representatividade, aquela que o indivíduo necessita comparar à probabilidade de uma ocorrência com algo com o qual está familiarizado.

Com isso as questões voltadas à tomada de decisão de forma racional passam a ser discutidas por alguns autores que tentam verificar as formas de como elas acontecem. Dentre estes estão Von Neumann e Morgenstern (1953) e Kahneman e Tversky (1979), que realizaram estudos buscando apresentar formas que permitam que se tomem decisões racionais.

Observa-se que as visões são antagônicas, visto que os estudos de Von Neumann e Morgenstern (1953) e Kahneman e Tversky (1979) apresentam um caráter normativo ou descritivo, enquanto os estudos de Simon (1979) apresentam-se sob forma positivista.

Para entender essa relação os teóricos da contabilidade têm adotado estratégias para estudar a tomada de decisão pelos usuários, sendo a primeira com enfoque normativo ou prescritivo, ou seja, visa entender como as pessoas devem tomar as decisões, e a segunda com o enfoque positivo, que consiste em compreender como as pessoas realmente tomam as decisões (HENDRIKSEN; VAN BREDÁ, 1999).

No enfoque normativo ou prescritivo as pessoas utilizam a teoria da escolha, onde lhes são apresentados um conjunto de informações sobre o objeto desejado e com base nestas informações devem escolher a alternativa que mais lhes agrada e satisfaz (HENDRIKSEN; VAN BREDÁ, 1999). Sendo assim, esse enfoque pode ser considerado como uma forma racional da tomada de decisão.

Com relação ao enfoque descritivo a preocupação é saber os motivos que levam os indivíduos a fazer certas escolhas. Hendriksen e Van Breda (1999) abordam esse enfoque considerando as decisões que são tomadas em função da contabilidade. Para tanto apresentam duas questões: a primeira quer saber como as empresa decidem quais informações devem divulgar; já a segunda busca entender como os indivíduos processam a informação que

recebem para tomar as decisões Este enfoque analisa os indivíduos que estão nas extremidades da informação contábil, ou seja, os responsáveis pela elaboração e divulgação e os usuários dessa informação.

Seguindo a linha normativista para o funcionamento do processo decisório, é preciso entender as bases que fundamentam as decisões. Cardoso, Riccio e Lopes (2008) descrevem que de acordo com o modelo neoclássico da racionalidade individual, busca-se a maximização da utilidade e com isso a decisão torna-se substancialmente racional.

Pode se considerar como sendo essa a base para o modelo da Teoria da Utilidade Esperada, a qual está alicerçada nos modelos racionais e considera que homem sempre tenta maximizar a curva de utilidade das informações, buscando no processo decisório um fio condutor, uma vez que considera aspectos como a forma de apresentação dos dados, as proporções e os conteúdos desses dados (CARDOSO; RICCIO; LOPES, 2008).

Os autores apresentam os axiomas que devem ser respeitados para que uma decisão maximize a utilidade esperada.

- a) Transitividade: se a alternativa A é preferível à alternativa B e a alternativa B é preferível à alternativa C, então a alternativa A é preferível à alternativa C.
- b) Substituição: se a alternativa A é preferível à alternativa B, então a chance de ter-se A ou C é preferível à chance de ter-se B ou C.
- c) Dominância: se a alternativa A é tão boa quanto a alternativa B em todos os aspectos exceto em um, no qual é melhor, então a alternativa A deve ser preferível à alternativa B.
- d) Invariância: a ordem de preferência entre alternativas não deve depender da forma como estas são apresentadas (CARDOSO; RICCIO; LOPES, 2008, p. 86-87).

Esses axiomas foram estabelecidos por Von Neumann e Morgenstern (1953) e depois por Kahneman e Tversky (1979), e tem por objetivo resumir as principais condições para que as pessoas tomem decisões racionais. Cardoso, Riccio e Lopes (2008) entendem que quando as pessoas burlam estes axiomas, a utilidade esperada não pode ser maximizada.

Seguindo uma visão contrária a esta, surge a abordagem descritiva que busca estabelecer os modelos de processo decisório com base na observação de como as pessoas realmente tomam as decisões. A abordagem descritiva segue a direção baseada na racionalidade limitada dos indivíduos, sendo que “a racionalidade ocupa-se da seleção de alternativas de comportamento preferidas de acordo com algum sistema de valores que permite avaliar as consequências desse comportamento” (SIMON, 1979, p. 78).

Simon (1979) apresenta as seguintes formas de decisão racional (Quadro 11):

Objetivamente Racional	Subjetivamente Racional	Conscientemente Racional	Deliberadamente Racional
Quando o fato e o comportamento correto para maximizar certos valores numa dada situação são realizados.	Quando se maximiza a realização com referência ao conhecimento real do assunto.	Quando o ajustamento dos meios aos fins visados constitui um processo consciente.	Quando a adequação dos meios aos fins tenha sido deliberadamente provocada.

Quadro 11: Formas Decisão Racional

Fonte: Baseado em Simon (1979).

Simon (1979, p. 84) entende que um indivíduo não alcança a racionalidade objetiva em pelo menos três aspectos:

- a) A racionalidade requer um conhecimento completo e antecipado das consequências resultantes de cada opção. Na prática, porém, o conhecimento dessas consequências é sempre fragmentário.
- b) Considerando que essas consequências pertencem ao futuro, a imaginação deve suprir a falta de experiência em atribuir-lhes valores, embora estes só possam ser antecipados de maneira imperfeita.
- c) A racionalidade pressupõe uma opção entre todos os possíveis comportamentos alternativos. No comportamento real, porém, apenas uma fração de todas estas possíveis alternativas é levada em consideração.

Esses três aspectos ocorrem, segundo Simon (1979), porque o ser humano possui um conhecimento imperfeito, ou seja, ele possui apenas um conhecimento fragmentado das condições que o cercam, têm dificuldades de antecipar resultados, porque a mente humana não tem como compreender em momento algum as consequências na sua totalidade, além da expectativa efetiva que é criada, sendo que essa pode ser mais ou menos considerada em função do desejo que foi antecipado. O autor considera ainda que o indivíduo pode apresentar inúmeras possibilidades de comportamento, mas são poucos os que vêm a mente como uma alternativa de comportamento no momento da tomada de decisão.

Sendo assim, entende-se que esses aspectos são os responsáveis pela racionalidade limitada do ser humano. Uma vez que a falta de conhecimento, a dificuldade de antecipar os resultados e a restrição das alternativas de comportamento limitam os indivíduos a tomar decisões objetivamente racionais.

Cardoso, Riccio e Lopes (2008) descrevem que a teoria da racionalidade limitada comprova que o pressuposto da maximização da utilidade esperada subjetiva representa um aspecto parcial e incorpora-se ao debate a racionalidade como característica subjetiva do indivíduo.

Kahneman e Tversky (1979) apresentam a teoria dos prospectos que é baseada na noção de racionalidade limitada. Esta avalia a influência de aspectos cognitivos no processo

de decisão contábil-financeira, e tem por objetivo demonstrar que as preferências são dadas aos ganhos e as perdas em vez de serem atribuídas aos resultados finais.

As teorias apresentadas nesta seção sobre o processo de tomada de decisão devem ser levadas em consideração pelos profissionais que elaboram as demonstrações contábeis, uma vez que estes são os responsáveis pela disponibilização das informações contábeis ao mercado.

Por esse motivo, Hendriksen e Van Breda (1999) argumentam que a tomada de decisão e a contabilidade apresentam uma relação crucial, visto que a contabilidade tem como objetivo fornecer informações para a tomada de decisão. Sendo assim, pode-se entender que a contabilidade tem um papel relevante na formação de opinião sobre uma empresa. Por isso é importante ter conhecimento de como os usuários da informação contábil tomam as decisões para assim poder saber quais são as informações mais valorizadas por estes.

2.4 INFORMAÇÃO CONTÁBIL E MERCADO DE CAPITAIS

Como visto na seção 2.2, o mercado de capitais é composto por agentes que disponibilizam e utilizam informações no intuito de realizar aquisições e vendas de ações de companhias. Grande parte dessas informações é proveniente da contabilidade dessas empresas, sendo assim, pode-se dizer que é por meio da contabilidade que as informações são evidenciadas.

Essas informações seguem o padrão apresentado na seção 2.2, e de acordo com Lopes e Martins (2005, p. 9), o mercado de capitais “é o maior usuário das informações contábeis por intermédio de analistas, corretoras, investidores institucionais e individuais, bancos de investimentos, entre outros”. Isso faz com que se considere a contabilidade como uma importante fonte de informações para o mercado de capitais, mas para isso deve apresentar uma relação estreita com a realidade econômica para que possa ser útil aos agentes (LOPES; MARTINS, 2005).

A utilização de informações pelo mercado de capitais é discutida em função da hipótese de Mercado Eficiente, como apresentado no item 2.1.3, mas é importante analisar a relação da informação contábil com este mercado, uma vez que Lopes e Iudícibus (2008, p. 80) mencionam que de acordo com a “teoria positivista da contabilidade o foco da eficiência de mercado é as informações contábeis”.

Eficiência de Mercado Informação Contábil	Mercado Eficiente	Mercado não eficiente
Relevante	A resposta é rápida e imediata. O mercado é capaz de avaliar notas explicativas e outras evidências complexas (derivativos, pensões etc.).	A resposta não é rápida. Os mercados não avaliam a informação e não são capazes de interpretar evidências mais complexas.
Irrelevante	Sem reação	Inconsistente

Quadro 12: Relação entre a Informação Contábil e a Eficiência de Mercado

Fonte: Adaptado de Lopes e Martins (2005).

O Quadro 12 mostra a relação que a informação contábil tem com a eficiência de mercado, uma vez que pode ser relevante quando o mercado responde imediatamente a cada divulgação, ou irrelevante quando não há alteração no preço das ações no caso de um mercado eficiente.

A política de divulgação das informações contábeis ao mercado é realizada pelas empresas no intuito de minimizar os custos contratuais que são gerados em função de contratos firmados entre a empresa e administradores, fornecedores, investidores clientes, entre outros. Esses contratos são feitos visando maximizar as condições de sobrevivência das empresas, uma vez que estas necessitam de terceiros para sua manutenção ao longo do tempo (LOPES; IUDÍCIBUS, 2008).

Segundo os analistas de mercado existem duas formas de definir qual é a melhor opção de investimento em ações. São denominadas de análise fundamentalista e de análise técnica ou grafista (SACHENTIN, 2006).

Os fundamentalistas utilizam as informações disponibilizadas ao mercado de capitais para auxiliar os investidores na definição do preço das ações e indicam as melhores oportunidades de investimentos, ou seja, as empresas que apresentam uma maior atratividade. Nesta análise há a preocupação de conhecer efetivamente a situação econômico-financeira em que a empresa se encontra. Adicionado a isso utilizam informações complementares sobre a economia, o segmento, os produtos, os investimentos, entre outras. Nesta análise, a informação tem um papel essencial para a formação de opinião da escolha do investimento e precificação das ações.

Já a análise técnica ou grafista utiliza basicamente as informações históricas do mercado, ou seja, verifica o comportamento do valor das ações apenas acompanhando o comportamento dos gráficos.

Com base nessas análises podem-se fazer algumas constatações relacionadas com a hipótese do mercado eficiente, já que esta entende que o mercado reage às informações que são disponibilizadas pelas empresas, o que gera uma oscilação no preço das ações. Sendo assim, entende-se que um mercado só pode ser eficiente se os analistas utilizam a análise fundamentalista, visto que os grafistas são reagentes ao mercado.

Ser reagente ao mercado significa que estes aguardam as movimentações para tomar a decisão de investimento, ao contrário do que fazem os fundamentalistas, uma vez que estes estão sempre buscando mais informações. Watts e Zimmerman (*apud* LOPES; IUDÍCIBUS, 2008) comentam que os analistas competem por informações, e que não costumam esperar apenas pelas publicações das demonstrações contábeis, utilizando diversas fontes como: relatórios periódicos especializados por segmentos; entrevistas com gestores; concorrentes; fornecedores e clientes.

2.5 PESQUISAS REALIZADAS SOBRE O TEMA EM ESTUDO

Neste item, são apresentados os resultados de algumas pesquisas recentes realizadas no Brasil, relacionadas ao tema em estudo. Estudos sobre Evidenciação Contábil estão em ascensão e são apresentados de várias formas; podem tratar de forma geral e ou de forma mais específicas por tipo de informação, sendo algumas mais voltadas ao meio ambiente, outras aos intangíveis, etc. Mas o que se verifica é que o foco está sempre voltado aos usuários externos da organização, sejam eles governo, bancos, acionistas e, ainda, com o objetivo de atrair novos investidores.

As pesquisas no Brasil estão direcionadas para as empresas, buscam conhecer o que estas estão divulgando, e como essas informações impactam no valor das ações no mercado de capitais. Algumas dessas pesquisas podem ser verificadas no Quadro 13.

	Autores	Nome do Artigo	Objetivo e Resultados das Pesquisas
1	Alencar e Dalmácio (2006)	A Relevância da Informação Contábil no Processo de Avaliação de Empresas Brasileiras – Uma Análise dos Investimentos em Ativos Intangíveis e Seus Efeitos sobre Value-Relevance do Lucro e Patrimônio Líquido	Analisaram os efeitos do ativo diferido sobre Value-Relevance do lucro e patrimônio líquido de empresas brasileiras. E constataram que as informações contábeis, mais especificamente o ativo diferido, demonstraram-se relevantes para avaliação dos preços das ações.
2	Antunes <i>et. al.</i> (2006)	Estudo sobre Divulgação dos Investimentos em Capital Humano (Disclosure) e Desempenho Empresarial	Este artigo abordou a relação de influência entre os investimentos em Capital Humano e o desempenho econômico de empresas brasileiras de capital aberto, com base na divulgação à sociedade das informações acerca desses investimentos de natureza obrigatória e voluntária (<i>disclosure</i>). Concluíram que as informações relativas aos investimentos no elemento humano mais divulgadas são as de natureza obrigatória e foram extraídas das Demonstrações Contábeis.
3	Carvalho e Ensslin (2006)	A evidenciação voluntária do capital intelectual: um estudo revisionista do contexto internacional	Verificaram como os pesquisadores estão procedendo para mapear as formas de evidenciação de CI nas empresas. Os resultados apontam para (i) uma tendência à replicação de estudos baseados na técnica de "análise de conteúdo", adaptada por Guthrie e Petty (2000), para a investigação das manifestações de CI e para (ii) uma tendência a aceitar o framework de classificação de Sveiby (1997), no que se refere às categorias e elementos constituintes do CI.
4	Carvalho, Ensslin e Igarashi (2006)	Evidenciação Voluntária do Capital Intelectual no Contexto Brasileiro: Cotejamento com os Contextos Internacional e Australiano	Este estudo apresenta os resultados de uma investigação sobre a evidenciação voluntária do Capital Intelectual (CI) nos relatórios de administração das 25 maiores companhias abertas brasileiras (Capital Social). Os principais resultados foram que existe uma incidência alta de divulgação voluntária de CI nos relatórios das empresas brasileiras e que há uma significativa tendência para evidenciação em termos qualitativos (narrativa), mas não quantitativos.
5	Cunha e Ribeiro (2006)	Divulgação Voluntária de Informações de Natureza Social: um estudo nas empresas brasileiras	Investigaram os incentivos das companhias negociadas no mercado de capitais brasileiro para divulgar voluntariamente informações de natureza social. Concluíram que a divulgação voluntária de informações de natureza social está associada positivamente ao nível de governança corporativa e à divulgação em período anterior e negativamente ao tamanho.
6	Galon e Beuren (2006)	Análise da Relação entre Evidenciação nos Relatórios da Administração e o Nível de Governança das Empresas na Bovespa	O artigo objetiva analisar a relação entre o grau de evidenciação nos Relatórios da Administração e o nível de governança em que se encontram as empresas participantes do novo mercado e dos níveis diferenciados da Bovespa. Confirmaram o pressuposto que estas empresas apresentam melhorias na prestação de informação ao mercado, considerando-se os respectivos os níveis diferenciados de governança.
7	Gasparino (2006)	Análise de Relatórios de Sustentabilidade, com Ênfase na GRI: Comparação entre Empresas do Setor de Papel e Celulose dos Estados Unidos e Brasil	Compararam os relatórios sociais americanos e brasileiros visando identificar diferenças comportamentais e de evidenciação e verificaram que os relatórios americanos têm maior riqueza de dados, contudo, sem atender totalmente as recomendações GRI. Porém, somente uma das empresas, que é brasileira, teve seu relatório social verificado por auditoria externa. Além disso, em todos eles nota-se a ausência de informações de natureza financeira
8	Lanzana, Silveira e Fama (2006)	Existe Relação entre <i>Disclosure</i> e Governança Corporativa no Brasil?	Investigaram a relação entre governança corporativa e o nível de <i>Disclosure</i> adotado pelas empresas abertas brasileiras. Como principal resultado, a variável INDEP no teste Tobit corroborou o efeito de complementação, sugerindo que o grau de independência do conselho é relevante para que empresas que não praticam <i>Disclosure</i> voluntário passem a fazê-lo.
9	Monteiro e Ferreira (2006)	A Evidenciação da Informação Ambiental nos Relatórios Contábeis: Um Estudo Comparativo com o Modelo do ISAR/UNCTAD	O objetivo do artigo foi mostrar até que ponto as S.A. brasileiras emissoras de ADR's atenderam ao modelo do ISAR para evidenciar informações ambientais em suas demonstrações contábeis e relatórios ambientais de 2003 e que foram divulgadas no Brasil e nos Estados Unidos. Concluíam que as empresas não divulgam as informações ambientais voluntariamente e que a maioria das informações apresentadas foram conseqüências de exigências legais. Sem contar que o nível de atendimento ao modelo ISAR/UNCTAD é extremamente baixo, tanto nas DFP's divulgadas no Brasil quanto os Relatórios 20-F divulgados nos Estados Unidos.
10	Nakamura <i>et. al.</i> (2006)	Estudo sobre os Níveis de Disclosure Adotados pelas Empresas Brasileiras e seu Impacto no Custo de Capital	Estudaram a associação existente entre <i>Disclosure</i> e custo de capital próprio das companhias abertas brasileiras. E evidenciaram que o modelo escolhido para cálculo do custo de capital interfere nos resultados obtidos nos testes empíricos, e que a variável <i>Disclosure</i> pode se apresentar significativa em um modelo e não significativa em outro.
11	Paulo, Lima e Lima (2006)	A influência da cobertura dos analistas financeiros sobre o gerenciamento de resultados das companhias abertas brasileiras	Verificar se as companhias abertas brasileiras cobertas pelos analistas financeiros apresentam diferentes níveis de discricionariedade em relação as que não são cobertas. E constataram que as companhias brasileiras consideram que os analistas financeiros que atuam no mercado local não detectam as práticas discricionárias exercidas pelas empresas, podendo assim ser questionado a qualificação e atuação, sem generalizar, destes profissionais.
12	Silva e Rodrigues (2006)	Análise das Variáveis que Influenciam as Informações Divulgadas nos Relatórios da Administração das Companhias Abertas Brasileiras: um estudo empírico nos anos de 2001 a 2003	Analisaram os RA extraídos da base de dados da CVM do ano de 2001 a 2003 e verifica se existe relação entre estes e o desempenho financeiro das companhias. E verificaram que o RA possui informação relevante sobre as companhias analisadas, porém observa-se a existência de certo viés nas informações divulgadas neste relatório, sendo que este pode prejudicar a análise dos usuários, ou mesmo distorcer a percepção dos investidores.
13	Silva e Sancovischi (2006)	Evidenciação Social Corporativa: Estudo de Caso Da Empresa Petróleo Brasileiro S.A.	Analisaram a forma como a empresa Petróleo Brasileiro S.A. utilizou a evidenciação voluntária de informações sociais em seus relatórios anuais, no período de 1993 a 2002. Mostraram que de forma consciente ou inconscientemente, os administradores da empresa analisada adotam determinados padrões quanto à forma e ao conteúdo da evidenciação de informações sociais nos relatórios anuais como parte de um processo de recuperação da sua legitimidade.

Continua

Continuação

14	Soares, Abreu e Sampaio (2006)	A Relação entre a Evidenciação Ambiental e a Performance Econômica na Indústria Siderúrgica Brasileira	O artigo apresenta uma análise da relação funcional entre a conduta ambiental e a performance econômica de um conjunto de empresas siderúrgicas de capital aberto. E mostraram que existe um efeito positivo da conduta ambiental adotada pelas companhias siderúrgicas brasileiras analisadas sobre sua performance econômica, representadas pelos indicadores EBITDA/RL ou ROI.
15	Silva (2006)	Disseminação Voluntária de Informações Financeiras e Práticas de Governança Corporativa em <i>Websites</i> Corporativos: Um Estudo Empírico com Empresas Listadas na Bovespa	Verificar a existência de associações entre características das empresas e a disseminação voluntária de informações de interesse dos investidores. Os principais resultados sugerem que quanto maior a firma, e quanto maior o retorno anual das ações da empresa, maior é a soma de informações disseminadas no <i>Website</i> corporativo. Além disso, as empresas mais recentemente listadas são mais propensas a divulgar informações de interesse dos investidores.
16	Almeida e Vasconcelos (2007)	Conteúdo Informativo do Parecer dos Auditores Independentes sobre Demonstrações Contábeis de Empresas Brasileiras	Analisaram o parecer dos auditores para verificar utilidade desse documento para a tomada de decisão do investidor, e constataram que este tem pouca utilidade.
17	Bastos e Oliveira Filho (2007)	Informação Externa sobre Capital Intelectual: Um estudo empírico no setor bancário espanhol	O estudo analisou qual é a relação existente entre os modelos de capital intelectual propostos na literatura e os informativos de capital intelectual divulgados de caráter voluntário, por algumas instituições financeiras espanholas. Observar que há um distanciamento entre os modelos e os que é apresentado na prática pelos bancos e os modelos teóricos
18	Dalmácio <i>et. al.</i> (2007)	A Relevância do Ativo diferido e do <i>Goodwill</i> no processo de avaliação de empresas Brasileiras	Analisar a relevância das variáveis contábeis para explicar o comportamento do preço das ações das empresas brasileiras negociadas na Bovespa. Verificaram que os preços correntes das ações das empresas podem ser explicados por variáveis contábeis.
19	Dias Filho (2007)	Políticas de Evidenciação Contábil: Um Estudo do Poder Preditivo e Explicativo da Teoria da Legitimidade	Levantaram evidências empíricas do poder preditivo e explicativo da Teoria da Legitimidade no tocante à definição de políticas de evidenciação contábil. E concluíram que de fato as organizações utilizam a contabilidade não apenas como instrumento de apoio a decisões de caráter econômico, mas também como meio de conquistar, manter e recuperar legitimidade no ambiente em que operam.
20	Gonçalves <i>et. al.</i> (2007)	Proposta de Construção e Aplicação de um Índice para Avaliação do <i>Social Disclosure</i> por Empresas Brasileiras	Propuseram-se a construir um indicador que operacionalize a avaliação da evidenciação de informações voluntárias de cunho social, no intuito de auxiliar o usuário na tomada de decisão.
21	Gonçalves, Pirani e Borger (2007)	Qualidade das Informações sobre Responsabilidade Social Divulgadas pelos Bancos Privados com Ações Listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial da BOVESPA	Verificaram a abrangência e da forma de evidenciação da responsabilidade social por bancos privados, que possuem ações estão listadas no índice de sustentabilidade empresarial (ISE) da Bovespa. Constataram que embora igualmente reconhecidos como socialmente responsáveis de acordo com os critérios que os incluem na composição do ISE, existem diferenças substanciais na qualidade de evidenciação dos bancos.
22	Gonçalves, Wefort e Gonçalves (2007)	<i>Social Disclosure</i> das Empresas Brasileiras Listadas na NYSE e na BOVESPA: sua relação com os Níveis de Governança Corporativa	Analisaram se os requisitos de governança corporativa definidos pela BOVESPA e NYSE contribuem, na evidenciação aos investidores, dos recursos alocados em projetos sociais. E verificaram que os níveis de governança corporativa definidos pela BOVESPA não influenciam o nível do <i>Social Disclosure</i> , pois as empresas do Nível 2 obtiveram melhores resultados do que as do Novo Mercado, verificaram ainda que empresas brasileiras listadas na NYSE, por sua vez, obtiveram maior nível do <i>Social Disclosure</i> do que os demais grupos.
23	Leite; Ribeiro e Pacheco (2007)	Evidenciação do Passivo Ambiental e Interação das Empresas com o Meio Ambiente	A pesquisa propôs basicamente a identificar o nível de evidenciação sobre o passivo ambiental, e verificaram que este é muito baixo.
24	Lindstaedt e Ott (2007)	Evidenciação de Informações Ambientais pela Contabilidade: Um estudo comparativo entre as normas internacionais (ISAR/UNCTAD), Norte-Americanas e Brasileiras	O estudo propôs fazer uma comparação entre as práticas de apresentação do <i>Disclosure</i> ambiental no Brasil, nos EUA e internacionalmente de uma forma geral. Contataram que há uma necessidade de melhoria na forma de apresentação tanto no Brasil quanto nos EUA, para que se adaptem as normas internacionais. E que são necessários muitos estudos para que essa área evolua e possa auxiliar na tomada de decisão dos usuários.
25	Mendonça Neto e Riccio (2007)	A Qualidade da Informação Contábil e o Risco de Liquidez de Mercado	Analisaram a relação entre o nível de <i>Disclosure</i> e risco de liquidez de mercado a partir de uma amostra de empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo e verificaram que existem evidências preliminares de uma há relação negativa entre o nível de

Continua

Continuação			
28	Scarpin, Pinto e Boff (2007)	A relevância da informação contábil e o mercado de capitais: uma análise empírica das empresas listadas no índice Brasil	Verificaram de modo empírico, a relevância da data da publicação dos relatórios contábeis no mercado de capitais brasileiro. E constataram que a data de publicação das demonstrações contábeis e variáveis contábeis trazem reflexo no preço da ação e na quantidade de negócio.
29	Silva e Fonseca (2007)	Capital Intelectual e Tomada de Decisão: Uma estreita relação	O estudo objetivou demonstrar a relevância da correta mensuração do Capital Intelectual, bem como da sua evidenciação de forma clara por parte dos profissionais que atuam na área contábil visando que se cumpra a "verdadeira vocação" da Contabilidade que é a prestação de informações com o propósito de subsidiar a tomada de decisão, tanto no âmbito interno das organizações, quanto no externo, por parte dos <i>stakeholders</i> .
30	Silva <i>et. al.</i> (2007)	Influências do Controle Acionário no Disclosure de Informações Contábeis	Buscaram evidências empíricas sobre a existência ou não de influência do controle acionário no grau de <i>Disclosure</i> das empresas brasileiras. Verificaram que as Estatais apresentam maior grau de <i>Disclosure</i> , seguida das empresas espanholas e italianas. Observaram ainda que empresas Brasileiras e demais origens do controle acionário apresentaram baixo grau de <i>Disclosure</i> .
31	Vendruscolo e Alves (2007)	Demonstrações Contábeis como Instrumento de Análise dos Custos de Produção do Setor de Telefonia Móvel no Brasil	O trabalho teve o objetivo apresentar as demonstrações contábeis como instrumento informativo, por meio dos custos operacionais, mesmo tendo dificuldade na obtenção dos dados os autores chegaram a resultados que consideram relevante a análise dos custos operacionais para fins de informacionais.
32	Andrade, Salotti (2008)	Balanco de Recursos Humanos: Uma análise de companhias do mercado brasileiro	Propuseram investigar as 50 maiores empresas do mercado brasileiro em relação às suas práticas de RH. Os resultados indicaram nível muito baixo do <i>Disclosure</i> de Recursos Humanos (DRH), os resultados indicaram também que empresas que publicam BS possuem maior nível de DRH do que aquelas que não o publicam.
33	Antunes e Mendonça (2008)	Impacto da Adesão aos Níveis de Governança da BOVESPA na Qualidade da Informação Contábil: Uma investigação acerca da oportunidade, relevância e do conservadorismo contábil utilizando dados em painel	Investigaram empiricamente as diferenças na qualidade da informação contábil existentes entre as empresas brasileiras com níveis de governança diferenciados. Verificaram que as empresas que aderiram aos NDGB apresentaram maiores métricas de qualidade contábil após a adesão apenas em relação à relevância do lucro. Mas encontraram indícios de que os NDGB não afetam significativamente a qualidade contábil e parecem, portanto, não garantir governança efetiva.
34	Castro e Martinez (2008)	<i>Income Smoothing</i> como Critério para Montagem de Carteiras: Evidências empíricas no mercado	Buscaram estruturar uma métrica para apurar o grau de <i>income smoothing</i> das empresas abertas brasileiras, decompondo-as em dois grupos: o grupo de empresas <i>smoothers</i> e o grupo de empresas <i>non smoothers</i> , e na seqüência apresentar evidências da relação entre o grau de <i>income smoothing</i> e o risco e retorno acionário. Verificaram que as diferenças de média dos grupos se confirmaram quando submetidos a testes paramétricos e não

Continua

Continuação

41	Tenório <i>et. al.</i> (2008)	Controle Interno: um Estudo Sobre a sua Participação na Tomada de Decisão de Investimento no Mercado de Capitais Brasileiro	Identificaram se o nível de influência das informações relativas à estrutura de controle interno das organizações, nas decisões de investimentos no mercado de capitais brasileiro, está relacionado com o perfil do investidor. Verificaram que há correlação apenas entre a variável cargo ocupado, posto que foi verificado que os analistas menos experientes consideram mais a estrutura de controle interno nas suas decisões, e para as características de investimentos, há correlação apenas para variável postura diante da volatilidade dos investimentos, ou seja, o controle interno é considerado quanto há um maior risco de perda financeira.
		Estratégia de Investimentos Baseada em Informações Contábeis: Modelo	Verificaram se a análise fundamentalista, baseada em índices contábeis, tem o mesmo poder

Quadro 13: Pesquisas sobre Evidenciação Contábil no Brasil

Baseado no Quadro 13 pode-se verificar uma grande quantidade de pesquisa sobre evidenciação contábil, sendo que estas pesquisas estão na grande maioria voltada para as formas de evidenciação e focadas nas empresas e nem tanto ao usuário da informação. Já o

Quadro 14 que apresenta algumas pesquisas realizadas fora do Brasil, mostra uma situação um pouco diferente.

	Autores	Título	Resultados
1	Dedman;Lin; Prakash; Chang (2008)	Voluntary disclosure and its impact on share prices: Evidence from the UK biotechnology sector	No Reino Unido, SSAP 13 exigem que a maioria das empresas divulguem o gasto com P&D. Usando uma amostra de empresas com altos investimentos em P&D do ramo farmacêutico, descobriu-se que as informações que significativamente consideradas como 'boas notícias' são divulgadas de forma voluntária em maior volume que as 'más notícias'. Além disso verificaram que as empresas tendem a divulgar mais quando já estão estavias no mercado do que quando esta em fase inicial, e que o padrão de divulgação, e a reação do mercado, varia entre os maiores, as empresas dominantes.
2	Lee; Stokes; Taylor; Walter (2003)	The association between audit quality, accounting disclosures and firm-specific risk: Evidence from initial public offering	A pesquisa mostrou empresas de IPO voluntariamente oferecendo uma remuneração prevista no documento de oferta são significativamente mais propensos a usar um revisor oficial de alta qualidade, coerente com o papel da sinalização de comprovação de contas a ser, pelo menos parcialmente dependente do grau de voluntariado, auditadas. Nossos resultados destacam o fracasso da""sinalização modelos estilizados como [Datar et al. (1991); Hughes (1986)] para reconhecer vasta interação entre os vários mecanismos, resultando em múltiplos equilíbrios sinalização.
3	Zhou (2007)	Auditing standards, increased accounting disclosure, and information asymmetry: Evidence from an emerging market	Este trabalho, investigou a relação entre a assimetria de informação, medida pelo bid-ask spread e maior divulgação de contabilidade na sequência da adoção de novas normas de auditoria na China, um ambiente em que até agora a divulgação foi relativamente baixa. Entretanto, nenhum resultado significativo foi encontrado para as empresas do grupo de controle com a propriedade estrangeira, cujas demonstrações financeiras foram preparadas de acordo com as normas internacionais de contabilidade e foram auditados com as normas internacionais de auditoria. Os resultados têm implicações para os decisores políticos e reguladores em geral, e aqueles nos mercados emergentes, em particular.
4	Anthony G. Hopwood (2009)	Accounting and the environment	Apresentaram uma discussão sobre algumas das formas em que a contabilidade e outros mecanismos de cálculo estão envolvidas em questões ambientais, o artigo concentra-se em uma série de questões que emergem da contabilização de licenças de emissão de carbono e os relatórios ambientais das empresas. Ambas são áreas onde já existe uma necessidade de mais investigação e que essa necessidade vai aumentar nos próximos anos. Identificação de alguns dos interesses e pressões que já influenciam as abordagens na área, o processo é feito para a necessidade de investigação, tanto crítico e facilitador.
5	Susan B. Hughes, James F. Sander, Jillian K. Snyder (2009)	Critical accounting policy and estimate disclosures: Company response to the evolving SEC guidance	Constatarem que a divulgação das informações por parte da empresas aumentaram no período de 2001 a 2003, e que a qualidade de informação também aumentou.
6	Marcia Millon Cornett, Hassan Tehraniyan , Atakan Yalçın (2007)	Regulation fair disclosure and the market's reaction to analyst investment recommendation changes	A pesquisa mostrou que os analistas filiados (aqueles que estão trabalhando para os bancos de investimento que subscrever valores mobiliários para as empresas) têm um incentivo para fornecer recomendações de forma otimista a partir de informações tendenciosas seletivo são dadas pela empresa. Descobriram que a diferença nas reações às mudanças recomendação não está presente após a passagem do RegFD. Verificaram ainda que as reações do preço das ações para analistas (ambos filiados e não filiados) diminuíram significativamente após a passagem do RegFD. Constataram ainda que as reações às mudanças menores recomendação por todos os analistas, após RegFD pode refletir uma mudança no comportamento dos analistas (independentemente da informação que está disponível) ou uma resposta por parte dos gestores de reter informações, em vez de arriscar uma violação das regras do "fair disclosure".
7	Hsiou-wei Lin, Maureen F. McNichols (1998)	Underwriting relationships, analyst's earnings forecasts and investment recommendations	Examinaram o efeito de relações de subscrição na remuneração do analista em função das previsões e recomendações. Os resultados sugerem que os investidores esperam os analistas de maior remome para realizar suas operações. O pós-retornos que segue as recomendações filiadas e não filiadas analistas não são significativamente direntes.
8	Emma García-Meca, Isabel Martínez	The use of intellectual capital information in investment decisions An empirical study	Este estudo analisa os relatórios de analistas de grandes empresas cotadas na Espanha, e visa fornece algumas evidências sobre a questão, uma vez que os analistas geralmente estudam os relatórios de informação das empresas, e buscam informações sobre estratégia, clientes e processos, informações sobre pesquisa, desenvolvimento e inovação, informações sobre capital intelectual. Os resultados evidenciaram um efeito significativo de

Continua
Continuação

9	R. G. A. VERGOOSSEN (1997)	Changes in Accounting Policies and investment analysts' fixation on accounting figures	Este artigo descreve e explica como os analistas de investimento lidam com as mudanças nas políticas contábeis, a medida em que os analistas parecem ser fixada em valores de contas é analisada utilizando os seus relatórios sobre as empresas que adotaram mudanças contábeis em suas demonstrações financeiras. Verificaram que o nível de divulgação e da natureza da mudança na contabilidade são importantes determinantes de fixação. Este estudo centra-se em relatórios de investimento, na prática, em um contexto holandês, em contraste com a pesquisa anterior realizada em contextos experimentais.
10	Mark A. Chen, Robert Marquez (2009)	Regulating securities analysts	Examinaram os efeitos de regulamentos destinados a resolver o conflito de interesses que surge quando a investigação analista sell-side não é independente da banca de investimento. Verificaram que as barreiras de informação podem aumentar o esforço de investigação e melhorar a qualidade do relatório, limitando a capacidade de um banco de investimento para distorcer os incentivos seu analista. No entanto, este tipo de regulação também pode reduzir a produção de informação e diminuir a qualidade dos relatórios, se um banco de investimento beneficia diretamente da atividade de pesquisa. Os requisitos de divulgação, por outro lado, de forma inequívoca podem levar a preços mais informativos e uma qualidade superior em relação ao relatório, quer de informação ou nenhuma regulamentação.
11	Paul Ryan, Richard J. Taffler (2006)	Do brokerage houses add value? The market impact of UK sell-side analyst recommendation changes	Este artigo apresenta um estudo completo sobre o papel económico das recomendações dos analistas sell-side de ações no mercado britânico. Assim como verifica se os analistas do Reino Unido são, na prática, influenciados pelo analistas americanos. Contactou-se que as recomendações dos analistas do Reino Unido, na prática, parecem ser menos suscetíveis a potenciais conflitos de interesse que a dos analistas americanos. E que a proporção de vendas em função das recomendações de compra é mais elevada no Reino Unido e que a maior proporção dessas recomendações, são acompanhadas pelos ganhos da mesma forma prevista pelas revisões dos analistas americanos.
12	Joshua Huang, G. Mujtaba Miyan, Srinivasan Sankaragurusamy (2009)	The value of combining the information content of analyst recommendations and target prices	Ao avaliar a utilidade das ações dos analistas escolher o conselho, a literatura existente concentrou-se principalmente sobre a rentabilidade de qualquer das suas recomendações de ações ou preços-alvo de forma isolada. Neste artigo, vamos analisar a rentabilidade das estratégias de investimento que exploram os analistas de transmitir informações através de revisões em ambas as suas recomendações de ações e prices. We alvo achar que estas estratégias de forma significativa a executar as estratégias similares que fazem uso de apenas uma saída de um analista.
13	Ganesh Krishnamoorthy, James J. Maroney, Ciarán Ó hÓgartaigh (2008)	20-F reconciliations and investment recommendations by financial professionals	Os resultados da pesquisa indicam que as recomendações dos profissionais da área financeira de investimento foram significativamente menores para empresas que aderiram a divulgação do 20-F do que para as empresas que não aderiram que utilizam apenas as E.U. GAAP.
			Verificaram que, apesar de previsões de analistas independentes serem menos precisas, de produzir erros de previsão, estas, então são mais fortemente associadas com retornos

Quadro 14: Pesquisas sobre Evidenciação Contábil no Exterior

Ao verificar algumas pesquisas internacionais, constate-se que o foco da divulgação de informações ao mercado por parte das empresas esta diretamente relacionada com a percepção dos analistas e conseqüentemente a recomendação da compra ou venda de ações. Sendo assim verifica-se a importância de aprofundar estudos no Brasil votados as corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, no intuito de conhecer o perfil dos analistas sejam eles ligados a essas entidades ou ainda que atuam de forma independente.

3 MÉTODO DE PESQUISA

O método de pesquisa, de acordo com Marconi e Lakatos (2008, p.83), “é o conjunto das atividades sistemáticas e racionais que, com maior segurança e economia, permite alcançar o objetivo – conhecimentos válidos e verdadeiros –, traçando o caminho a ser seguido, detectando erros e auxiliando as decisões do cientista”.

Visando a realização dessa pesquisa a definição do método foi caracterizada em função de o objetivo geral do estudo ser o de analisar a relação existente entre as informações voluntárias disponibilizadas pelas companhias nos Relatórios da Administração e a sua utilização pelas Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários na avaliação e recomendação de investimentos em ações.

Para tanto o método de pesquisa utilizado foi o indutivo que de acordo com Collis e Hussey (2005) parte-se da observação individual e buscando conhecer uma realidade, procurando apresentar afirmações padrões ou ainda possíveis relações que podem vir a se tornar normas gerais.

3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

Para classificar uma pesquisa é necessário conhecer o que se pretende realizar, pois ao definir os objetivos, o pesquisador deve pensar de que maneira vai poder alcançá-los, quais serão os procedimentos que o auxiliarão e de que forma abordará o seu trabalho.

Sendo assim, para verificar a influência das informações voluntárias nas recomendações das corretoras de ações fez-se necessário classificar a pesquisa, pois essa classificação permite conhecer como esta foi conduzida e ainda quais foram os aspectos considerados em cada uma das tipologias.

Quanto aos objetivos, essa pesquisa classifica-se como descritiva, pois se propôs a descrever a relação entre a divulgação de informações voluntárias por parte das empresas e a utilização dessas informações pelas corretoras. Gil (2006, p. 42) salienta que “as pesquisas descritivas têm como objetivo primordial a descrição das características de uma determinada população ou fenômeno”, sendo assim busca conhecer como uma determinada população se comporta (pesquisa positivista) e não como ela deveria se comportar (pesquisa normativista).

De uma forma objetiva, Collis e Hussey (2005) consideram a pesquisa descritiva como sendo aquela que descreve o comportamento dos fenômenos e é utilizada para identificar e obter informações sobre as características de um determinado tema.

Para a obtenção dos resultados propostos nos objetivos, é necessário definir como a pesquisa será realizada, ou seja, quais serão os procedimentos utilizados para que o estudo seja concretizado.

Para a definição dos procedimentos de pesquisa, utilizou-se os conceitos apresentados por Beuren (2006), classificando-se a pesquisa de duas formas distintas, ou seja, este estudo foi realizado em duas etapas: a primeira etapa consistiu de um levantamento, tendo sido encaminhado um instrumento de coleta de dados às corretoras que estão cadastradas na CVM para verificar quais são as informações voluntárias utilizadas na análise das empresas, e se as informações voluntárias contribuem para as recomendações que são feitas aos investidores no momento da compra de ações.

A segunda etapa constituiu-se de uma pesquisa documental por meio de uma análise de conteúdo de dados secundários, onde foram evidenciadas as informações disponibilizadas

pelas empresas nos seus respectivos Relatórios de Administração do ano de 2008, que se encontravam disponibilizadas *site* da CVM.

A análise de conteúdo foi feita por meio de leitura dos relatórios onde foram verificados os tipos de informações apresentadas pelas companhias ao mercado, considerando-se as recomendações da CVM por meio do Parecer nº 15/87 e outras informações que as empresas estejam divulgando.

Com base nos dados obtidos nas duas etapas, foi feita a análise quantitativa, justificando a pesquisa quanto à abordagem do problema. Os dados colhidos, tanto por meio do instrumento de coleta de dados como por meio da análise de conteúdo, foram trabalhados estatisticamente para que fosse possível verificar as relações entre o que está sendo apresentado pelas empresas e o que as corretoras utilizam para analisar e recomendar aos investidores no que tange a aquisição de ações. Com isso, buscou-se verificar se há simetria entre as informações que as empresas divulgam e as que o mercado demanda.

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A pesquisa apresenta duas populações, sendo:

- 1) Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários: para o desenvolvimento da pesquisa de campo foi considerada como população todas as corretoras devidamente registradas junto a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, o que totaliza 122 corretoras, porém destas, foi considerado como população para efeitos dessa pesquisa 108 corretoras que estavam cadastradas como em “Situação Normal”, como é apresentado na Tabela 2.

Tabela 2: Corretoras de Títulos e Valores Mobiliárias Cadastradas na CVM

Cidades	Situação Normal	Liquidação Extrajudicial	Incorporação	Liquidação Ordinária	Total
São Paulo/SP	60	2	1		63
Santos/SP	1				1
Rio de Janeiro/RJ	14	7			21
Goiania/GO		1			1
Belo Horizonte/MG	10				10
Poços de Caldas/MG	1				1
Curitiba/PR	4				4
Porto Alegre/RS	6			1	7
Salvador/BA	5				5
Fortaleza/CE	4				4
Recife/PE	1	1			2

Fonte: Baseado em CVM (2009)

O estado de São Paulo concentra o maior número de corretoras, seguido do Rio de Janeiro e de Minas Gerais.

- 2) As companhias de capital aberto que negociam ações na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo - BM&FBOVESPA. Essa população é composta por 545 empresas que participam de diversos segmentos da BM&FBOVESPA. A Tabela 3 mostra o desmembramento das empresas entre os segmentos.

Tabela 3: Quantidade de Empresas Listadas na BM&FBOVESPA por Segmento

Segmento - Bovespa	Sigla - Segmento	Quantidade de Empresas
Nível 1 de GC	NI	35
Nível 2 de GC	N2	19
Novo Mercado	NM	103
Bovespa Mais	MA	1
Balcão Org. Tradicional	MB	86
BDR Nível 3	DR3	9
Não Classificadas em segmentos	-	292
Total		545

Fonte: Baseado em BM&FBOVESPA (2010)

São empresas de diversos setores do mercado brasileiro e internacional, e de acordo com o Finabank (2010) o volume de negociações da BOVESA em 2009 foi de R\$ 1,30 trilhão, oriundo de 81,75 milhões de negócios.

Com relação à primeira população, obteve-se uma amostra não-probabilística por acessibilidade, pois foi encaminhado para todas as corretoras uma carta de apresentação (Apêndice 1) juntamente com o instrumento de coleta de dados (Apêndice 2), resultando como amostra todos os instrumentos de coleta de dados respondidos, tanto por meio do *link*

onde o instrumento foi disponibilizado, quanto via *e-mail* quando o respondente não conseguia acessar o *site*.

Para a segunda população descrita, a amostra é denominada de amostragem sistemática, que Gil (2006, p. 122) descreve como

[...] uma variação da amostragem aleatória simples. Sua aplicação requer que a população seja ordenada de modo tal que cada um de seus elementos possa ser unicamente identificado pela posição. Apresenta condições para satisfação desse requisito uma população identificada a partir de uma lista que englobe todos os seus elementos [...]

Sendo assim, baseado nas respostas da questão 18 do instrumento de coleta de dados (Apêndice 1), na qual os respondentes deveriam citar 10 empresas que são atualmente acompanhadas pela corretora, foram consideradas para a amostra as 10 empresas mais citadas pelos respondentes, conforme apresentado na Tabela 4.

Tabela 4: Empresas que Compõem a Amostra

	Empresa	Quant. de Resp.	Segmento
1	Petróleo Brasileiro S.A. Petrobrás	19	-
2	Vale S.A.	19	N1
3	Gerdau S.A.	13	N1
4	B. do Brasil S.A.	9	NM
5	Usinas Sid. de Minas Gerais S.A. Usiminas	9	N1
6	Itaú Unibanco Hold. S.A.	8	N1
7	CIA Siderúrgica Nacional	7	-
8	BRF - Brasil Foods S.A.	6	NM
9	Fibria Celulose S.A.	6	N1
10	WEG S.A.	6	NM
11	Banco Bradesco S.A.	5	N1
12	Centrais Elet Bras S.A. - Eletrobrás	5	N1
13	Randon S.A. Implementos e Part.	5	N1

A amostra ficou composta por 11 empresas visto que as empresas BRF – Brasil Foods S.A. e a Fibria Celulose S.A. foram excluídas, uma vez que estas foram constituídas no ano de 2009, sendo assim não possuem o Relatório de Administração do ano de 2008.

Neste sentido foram incluídas as empresas que estavam elencadas na sequência da listagem das empresas que foram citadas pelos respondentes, porém como haviam 3 empresas com a mesma quantidade de indicações, optou-se pela inclusão das 3. Com isso, a amostra ficou composta por 2 empresas que não possuem certificação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, 7 empresas do Nível 1 e 2 empresas do Novo Mercado.

3.3 COLETA DE DADOS

Primeiramente, foi realizada a coleta de dados por meio do envio do instrumento de coleta de dados às corretoras, para conhecer as informações que são consideradas para avaliação de empresas e recomendação aos investidores na aquisição de ações.

O instrumento de pesquisa continha questões fechadas com escala itemizada, utilizando-se a Escala Likert que consiste em

uma escala de mensuração com cinco categorias de respostas variando de ‘discordo totalmente’ a ‘concordo totalmente’, que exige que os participantes indiquem um grau de concordância ou de discordância com cada uma das várias afirmações relacionadas aos objetos de estímulo (MALHOTRA, 2006, p. 266).

O instrumento foi confeccionado levando em consideração o referencial teórico desta pesquisa, o parecer 15/87 da CVM e informações obtidas em análise preliminar de relatórios da administração de empresas que negociam ações na BM&FBOVESPA e, ainda, as sugestões dos professores que participaram da banca de qualificação do projeto de pesquisa. Para essa análise preliminar levou-se em consideração as companhias de capital aberto que possuem certificação de Governança Corporativa e com os maiores faturamentos no ano de 2007, a saber: Vale, Itaú Unibanco, Bradesco, Banco do Brasil e Gerdau.

A Escala Likert recebeu as numerações de 1 a 5 tinham o seguinte sentido: 1 – Concordo Totalmente; 2 – Concordo; 3 – Indiferente; 4 – Discordo; e 5 – Discordo Totalmente.

Este instrumento foi submetido a um pré-teste, que teve como objetivo verificar possíveis problemas que poderiam ocorrer no momento da aplicação como, por exemplo, não entendimento por parte do respondente de alguma afirmação; afirmações que poderiam ter respostas politicamente corretas; que não fossem relevantes à pesquisa, entre outros.

O pré-teste foi realizado no período de agosto e setembro de 2009 junto a três corretoras localizadas na cidade de Porto Alegre – RS, as quais foram excluídas da amostra. Neste pré-teste foram verificadas a consistência das concordâncias ou não das afirmações e o tempo médio que cada participante levaria para responder o instrumento de coleta de dados, e ainda algumas questões que poderiam confundir o respondente.

O primeiro analista que respondeu o pré-teste possui mais de 10 anos de experiência em análise de empresas, levou 20 minutos para responder, e fez algumas observações e sugestões de melhorias: mencionou, em relação ao item 1.2, que o Relatório da Administração possui informações demasiadamente sucintas; sugeriu que poderia ser feita a segregação do item 10 em Direitos dos Acionistas e em Dados do Mercado, pois entendeu que eram questões diferentes. Essa sugestão foi aceita e com isso o item 10 do instrumento de coleta de dados foi dividido nos atuais itens 10 e 11. Em linhas gerais, mencionou que o instrumento de coleta de dados não estava cansativo e era bem objetivo.

O segundo analista possui mais de cinco anos de experiência, levou 15 minutos para se posicionar frente às afirmações colocadas no instrumento, o qual considerou bem claro e objetivo. Alertou para a possibilidade de se obter poucos posicionamentos em relação ao item 17. Para evitar que isso acontecesse foi colocado no *site* onde estava disponível o instrumento de coleta de dados que este item era de posicionamento obrigatório para que o processo fosse finalizado.

O terceiro analista possui mais de dois anos de experiência, levou em torno de 13 minutos para se posicionar em relação aos diferentes itens, não fez sugestão de melhoria, e também mencionou que o instrumento de coleta de dados estava bem simples e objetivo.

Concluído o pré-teste, foram feitas as devidas alterações baseadas nas sugestões citadas acima e encaminhado aos respondentes uma mensagem via *e-mail* (Apêndice 1), solicitando a participação na pesquisa.

Para chegar aos respondentes, fez-se um levantamento junto a CVM, e obteve-se o cadastro das corretoras de títulos e valores mobiliários, que continha o nome da corretora, a localização e o telefone. Após, entrou-se em contato com os analistas de cada uma delas, e das 108 corretoras que estavam cadastradas como “Situação Normal”. Conforme apresentado na Tabela 2, foram excluídas as 3 cujos os analistas haviam participado do pré-teste. Entrou-se em contato via telefone com analistas das 105 corretoras que seriam possíveis respondentes, para que fosse possível obter os *e-mails* dos analistas, obtendo-se 98 e-mails.

No dia 24 de setembro de 2009, foram encaminhados os primeiros *e-mails*, sendo que foi dado prazo até o dia 15 de outubro de 2009, porém como retornaram apenas 3 instrumentos de coleta de dados respondidos foi encaminhado novamente e com o prazo até o dia 30 de outubro de 2009; nesta segunda onda retornaram mais 2. No dia 05 de janeiro de 2010 foram encaminhadas novamente mensagens aos *e-mails* dos analistas reiterando a solicitação de resposta ao instrumento de coleta, e outros 10 instrumentos foram respondidos. Porém, como o número de retornos ainda era baixo, optou-se por enviar uma quarta solicitação, que foi feita no dia 28 de janeiro de 2010. Nos dias subsequentes retornaram outros 16 instrumentos de coleta de dados respondidos, compondo uma amostra de 31 respondentes. Porém, um instrumento de coleta de dados foi desconsiderado por não ter sido respondido por um analista, como apresentado na pergunta “função”, ainda por apresentar todas as respostas de em uma única alternativa, mesmo quando as afirmações se contradiziam.

Baseado nas respostas da questão 17 do instrumento de coleta de dados, definiu-se a amostra de empresas cujos Relatórios da Administração seriam analisados (Tabela 4). Estes relatórios foram coletados no *site* da Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

Os Relatórios da Administração do ano de 2008 foram extraídos das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) por meio do Sistema de Divulgação Externa, que é um programa disponibilizado pela CVM e pela BM&FBOVESPA. Esses relatórios foram submetidos à análise de conteúdo, onde se buscou identificar as informações que as empresas estão divulgando ao mercado. Primeiramente, foram analisados os tópicos de cada seção e quando não eram encontrados, foi verificado no corpo do texto dos relatórios se estes continham as informações.

3.4 TRATAMENTO DOS DADOS

Para verificar a consistência interna dos dados obtidos por meio do Instrumento de Coleta de Dados procedeu-se ao Teste de Alfa de Cronbach que, segundo Malhotra *et. al.* (2006, p. 277), “é a média de todos os coeficientes meio a meio que resultam das diferentes maneiras de dividir os itens da escala.” A variação deste coeficiente é entre 0 e 1, e os instrumentos de coleta de dados que apresentam o Coeficiente Alfa inferior a 0,6 são considerados de confiabilidade interna insatisfatória. Como o coeficiente obtido foi de 0,927, isso significa que há confiabilidade interna no instrumento utilizado.

Foi feita uma análise descritiva dos resultados obtidos junto aos respondentes para que fosse possível verificar de forma separada cada uma das categorias e subcategorias apresentadas no instrumento de coleta de dados. Também, fez-se uma análise descritiva com base nos dados obtidos por meio da análise de conteúdo dos Relatórios da Administração, o que possibilitou observar as categorias e subcategorias que foram mais divulgadas pelas empresas que compõem a amostra e, ainda, verificar o nível de divulgação voluntária contida nos Relatórios das companhias.

Para verificar como os analistas utilizam as informações que são disponibilizadas pelas empresas nas recomendações de investimentos, procedeu-se a análise de agrupamento também conhecida como Análise de *Cluster* que, de acordo com Malhotra (2006, p. 572), “é uma técnica usada para classificar objetos ou casos em grupos relativamente homogêneos chamados *clusters* (ou conglomerados).” Para que fosse possível verificar a formação dos *clusters*, utilizou-se o *software Statistical Package for the Social Science (SPSS)* versão 17.0.

Os dados foram inseridos no *software*, considerando apenas as variáveis que exigiram que os respondentes declarassem a sua concordância ou discordância em relação aos posicionamentos propostos. O número de *clusters*, no caso dos respondentes, foi definido por meio da análise hierárquica de agrupamentos que, de acordo com Hair Jr. et. al. (2005, p. 406), “é escolhida para evitar problemas com o ‘encadeamento’ das observações encontradas no método de ligação individual.” Essa análise é feita por meio do coeficiente de aglomeração que é a soma interna nos grupos de quadrados, e mostra grandes aumentos quando se passar de um determinado número de aglomeramentos (Apêndice 7).

Para verificar se há uma relação entre as informações que são utilizadas pelas corretoras nas recomendações de investimentos em ações e as informações que as empresas disponibilizam ao mercado por meio dos Relatórios da Administração, fez-se uma nova análise de *cluster*, onde foram incluídos os dados obtidos junto às empresas, para que assim fosse possível verificar a relação entre o grupo de empresas analisadas e o grupo de respondentes.

Porém, para que essa inclusão dos dados fosse coerente, adotou-se uma escala para as informações que as empresas disponibilizaram. Diferentemente da análise de *cluster* realizada para os respondentes, que foi feita por meio das subcategorias, essa segunda análise foi feita com base apenas nas categorias, adotando-se a seguinte escala de acordo com o nível de evidenciação apresentada pelas empresas em seus relatórios (Apêndice 3).

Intervalo	Escala
0 à 0,2	5
0,21 à 0,4	4
0,41 à 0,6	3
0,61 à 0,8	2
0,81 a 1	1

Quadro 15: Escala Adotada para a Estruturação da Análise de *Cluster*

A escala mostrada no Quadro 15 foi feita baseada no nível de evidenciação contábil que as empresas apresentaram nos seus Relatórios de Administração.

3.5 LIMITAÇÕES DO MÉTODO

É necessário considerar as limitações da utilização de um instrumento de coleta de dados na formatação como apresentada neste estudo. Rea e Parker (2002) descrevem algumas desvantagens que o questionário apresenta, sendo elas:

- índice de respostas inferior ao de outros métodos, uma vez que por meio de outros tipos de pesquisa como entrevistas, pode-se obter um índice maior de respondentes;
- prazo comparativamente longo: para que haja o número de respostas suficiente para realizar a pesquisa são necessárias algumas semanas, sendo que para isso apenas o envio do questionário muitas vezes não é o suficiente;
- auto-seleção: este item dá-se em função de que as pesquisas por questionários nunca atingem 100% de respostas; dessa forma são considerados apenas os questionários retornados e devidamente respondidos;
- falta de envolvimento com o pesquisador: como não há um contato entre o pesquisador e o respondente, algumas questões podem não ser bem compreendidas, e com isso gerar algumas inconsistências nas respostas.

Visando minimizar essas desvantagens, o instrumento de coleta de dados foi enviado para os *e-mails* dos responsáveis pela análise de investimentos de cada uma das Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários. Com isso se pretendeu reduzir os problemas de que o respondente fosse o profissional que é o foco dessa pesquisa e ainda buscar reduzir o prazo de recebimento das respostas e conseguir o maior número possível de respondentes.

Ainda com relação às limitações do método, deve-se considerar o fato de ter sido realizada uma análise de conteúdo que, de acordo com Beuren (2006, p. 137), “caracteriza-se

como um método de investigação do conteúdo simbólico das mensagens.” Sendo assim, verifica-se que na análise de conteúdo o pesquisador em muitas vezes pode realizar uma interpretação diferente do que se outro pesquisador a fizesse. Por isso esse tipo de análise deve estar intimamente ligado aos objetivos da pesquisa, assim como as inferências sobre as mensagens devem estar embasadas nos conceitos básicos abordados no referencial teórico.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Este capítulo apresenta a análise dos resultados obtidos com os dados coletados, segregada em três seções: (a) análise das informações obtidas junto aos respondentes, (b) análise das informações contidas nos Relatórios da Administração, e (c) comparação entre a percepção dos respondentes e o constatado nos relatórios.

4.1 INFORMAÇÕES UTILIZADAS PELAS CORRETORAS

As análises apresentadas nesta seção estão relacionadas com as respostas obtidas dos Analistas de Investimentos por meio do Instrumento de Coleta de Dados, com a finalidade de verificar informações que são utilizadas pelas Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários nas recomendações de investimentos em ações.

4.1.1 Análise Descritiva

A amostra foi composta por 30 pessoas que responderam o instrumento de coleta de dados por meio de formulário eletrônico. Para que fosse possível verificar as informações que possuem relevância para as Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários, foi necessário fracionar a pesquisa em tópicos, por meio de afirmações que exigiram dos respondentes se posicionarem de forma favorável ou desfavorável. Baseado nisso obteve-se os seguintes dados, conforme segue:

- a) Perfil dos Respondentes – No intuito de conhecer quem era o respondente, foram solicitadas as seguintes informações: função na corretora, formação, área de atuação, tempo de atuação na função e o tipo de análise que realiza. As informações sobre a função exercida na corretora constam na Tabela 5.

Tabela 5: Função na Corretora

Função	Quant.	%
Analista de Investimentos	20	67%
Operador	2	7%
Economista	2	7%
Consultor de Investimentos	2	7%
Diretor, Coordenador e ou Gestor	4	13%
Total	30	100%

Com relação à função do respondente na corretora, a amostra é composta por 67% de analistas de investimentos; 7% de operadores; 7% de economistas; 7% de consultores de investimentos e 13% de diretores, coordenadores e/ou gestores da área de investimentos. Verifica-se que há um total de 87% dos respondentes (entre analistas, consultores e diretores, coordenadores e ou gestores de investimentos) que declararam que sua função está relacionada efetivamente à verificação das informações que são divulgadas pelas empresas e às informações do mercado financeiro.

Quando questionados sobre a sua formação acadêmica, os respondentes informaram o que consta na Tabela 6.

Tabela 6: Formação Acadêmica

Formação	Quant.	Nível de Formação	
		Graduação	Pós-Graduação
Bacharel em Ciências Contábeis	1		1
Bacharel em Administração de Empresas	15	9	6
Bacharel em Economia	14	9	5
Total	30	18	12

As três áreas de formação dos respondentes em ordem decrescente são: bacharel em administração de empresas (15), sendo que 9 possuem graduação e 6 possuem pós-graduação; seguidos dos bacharéis em economia (14), dos quais 9 possuem graduação e 5 pós-graduação; e do bacharel em ciências contábeis (1) que possui pós-graduação. Os dados revelam que 60% dos respondentes possuem graduação e 40% pós-graduação nas suas respectivas áreas.

Para conhecer a experiência profissional dos respondentes foi-lhes perguntado o tempo de serviço na respectiva função, obtendo-se as informações que constam na Tabela 7.

Tabela 7: Tempo de Atuação na Função

Tempo de atuação na função	Quant.	%
Até 2 anos	6	20%
De 2 a 5 anos	9	30%
De 5 a 10 anos	6	20%
Mais de 10 anos	9	30%
Total	30	100%

Com relação ao tempo de atuação na função, que fora citada anteriormente, pode-se perceber que este é bem diversificado, visto que 20% dos respondentes possui até 2 anos de experiência na função; 30% possui entre 2 e 5 anos; outros 20% possuem entre 5 e 10 anos; e com mais de 10 anos de experiência na função os demais 30% dos respondentes.

Outra informação que foi solicitada aos respondentes se referia ao tipo de análise que realizam e as respostas podem ser conferidas na Tabela 8.

Tabela 8: Tipo de Análise Realizada

Tipo de Análise	Quant.	%
Fundamentalista	26	87%
Tecnicista (grafista)	4	13%
Total	30	100%

Há uma supremacia de analistas fundamentalistas (87%), ou seja, daqueles que fazem as análises das empresas baseados nas informações que são por estas divulgadas e, ainda, levam em consideração outras informações que podem afetar os negócios. Já 13% dos respondentes se declaram tecnicistas, cuja análise está baseada apenas em gráficos com informações históricas do comportamento do valor e liquidez das ações.

Um dado importante a destacar é que dos respondentes que se declaram tecnicistas, nenhum possui a função de analista; os 2 são operadores; 1 é gestor de carteira de investimentos e o outro é consultor comercial e de investimentos.

De forma geral, ao se verificar o perfil dos respondentes, percebe-se que a amostra é composta em sua maioria por analistas que possuem formação em administração de empresas e ou economia; mais de 50% não possui pós-graduação; o tempo de experiência não é regular e é composto na sua grande maioria por fundamentalistas.

b) Relatório da Administração – Para verificar a utilização do Relatório da Administração nas avaliações das companhias de capital aberto, foram apresentadas afirmações aos respondentes para que estes declarassem a sua concordância ou não. As afirmações são as seguintes: 1) É um documento que contém informações relevantes para a avaliação de empresas; 2) Contém informações sucintas, mas necessárias; e 3) É uma peça importante para a avaliação e recomendação de aquisição de ações. As respostas constam na Tabela 9.

Tabela 9: Relatório da Administração

1 - Com relação ao Relatório da Administração de forma geral podem ser feitas as seguintes afirmações:	1	2	3	4	5	Total
1.1 - É um documento que contém informações relevantes para a avaliação de empresas.	40%	23%	27%	10%	0%	100%
1.2 - Contém informações sucintas, mas necessárias.	20%	40%	13%	27%	0%	100%
1.3 - É uma peça importante para a avaliação e recomendação de aquisição de ações.	37%	27%	20%	10%	6%	100%

A Tabela 9 apresenta a opinião dos respondentes sobre o Relatório da Administração, sendo que 40% dos respondentes concordam plenamente que o RA é um documento que contém informações relevantes para a avaliação de empresas; 23% concordam com essa afirmação; 27% são indiferentes e 10% discordam, o que permite considerar que 37% dos

respondentes não utilizam o RA na avaliação de empresas. Cabe destacar que dos 11 respondentes que correspondem a esses 37%, 9 são analistas fundamentalistas, e provavelmente utilizam outros relatórios para fazer suas análises.

Com relação ao RA possuir informações sucintas, mas necessárias, 20% concordam plenamente; 40% apenas concordam; para 13% é indiferente e 27% discordam dessa afirmação. Nessa questão alguns pontos podem ser levantados, visto que o tamanho dos RAs varia de acordo com a empresa; uns possuem informações mais sucintas e outros informações mais detalhadas, como apresentado na seção 4.2 deste capítulo. Sendo assim, essas concordâncias podem oscilar em função das empresas que os respondentes acompanham.

A última questão que trata do RA de forma direta, afirma que este é um documento importante para a avaliação e recomendação de investimentos em ações. Obteve-se a aceitação de 64% dos respondentes; 20% o consideram indiferente; e 16% discordam dessa afirmação.

De uma maneira geral pode-se verificar que para os respondentes o RA possui uma aceitação na avaliação e recomendação de empresas, podendo ser considerado assim como um documento necessário para os analistas.

c) Descrição dos Negócios, Produtos e Serviços – Para verificar a utilidade das informações sobre a descrição dos negócios, dos produtos e dos serviços nas recomendações de aquisições de ações, foram apresentadas 3 afirmações sobre questões tratadas no Parecer 15/87 da CVM. Foram feitas afirmações sobre o Histórico das vendas físicas dos últimos dois anos; as Vendas em moeda de poder aquisitivo da data do encerramento do exercício social e a Descrição e análise por segmento ou linha de produto. Os níveis de concordância mencionados pelos respondentes estão apresentados na Tabela 10.

Tabela 10: Descrição dos Negócios, Produtos e Serviços

2 - Descrição dos Negócios, produtos e serviços que podem influenciar a recomendação pela compra de ações da empresa.	1	2	3	4	5	Total
2.1 - Histórico das vendas físicas dos últimos dois anos.	57%	30%	13%	0%	0%	100%
2.2 - Vendas em moeda de poder aquisitivo da data do encerramento do exercício social.	23%	27%	40%	10%	0%	100%
2.3 - Descrição e análise por segmento ou linha de produto.	63%	37%	0%	0%	0%	100%

As afirmações obtiveram um percentual de aceitação superior a 50%, o que evidencia que para os respondentes obter informações sobre a descrição dos negócios, produtos e

serviços influencia nas recomendações de investimentos em ações. Nas questões 2.1 e 2.3 não houve discordância; na questão 2.2, 10% dos respondentes entendem que a divulgação das vendas realizadas em moeda de poder aquisitivo da data de encerramento do exercício não são relevantes para uma recomendação de investimento; e 40% dos respondentes consideram que essa informação é indiferente para as recomendações.

Ainda com relação à questão 2.2, pode-se considerar de uma forma geral que são dados financeiros apresentados juntamente com as demonstrações contábeis e que podem ter sido tratados por alguns respondentes como sendo uma informação muitas vezes tardia. Porém, é importante ressaltar que a obtenção desses dados, juntamente com os dados citados na questão 2.1, pode permitir uma análise mais completa, e com isso é possível saber a efetiva relação entre o volume e o preço praticado pelas empresas no momento da venda.

d) Conjuntura Econômica e Geral – Sobre as informações referentes à conjuntura econômica e geral disponibilizadas pelas companhias, os respondentes se posicionaram como consta na Tabela 11.

Tabela 11: Conjuntura Econômica e Geral

3 - Conjuntura Econômica e Geral	1	2	3	4	5	Total
3.1 - Informações sobre a concorrência nos mercados.	77%	17%	6%	0%	0%	100%
3.2 - Os atos governamentais que afetam a companhia.	70%	27%	3%	0%	0%	100%
3.3 - Fatores exógenos relevantes sobre o desempenho da companhia.	47%	40%	10%	3%	0%	100%

Ao observar a Tabela 11, pode-se verificar que assuntos sobre a conjuntura econômica e geral em que as companhias se encontram, são consideradas relevantes para avaliação das mesmas, visto que os respondentes nas questões 3.1 e 3.2 se posicionaram positivamente, apresentando mais de 90% das respostas, sendo que destes 90% mais de 70% concordam plenamente. Já com relação à questão 3.3, o percentual de concordância é de 87%, sendo que 10% entendem que ter essa informação é indiferente para avaliar uma empresa, e 1 respondente que corresponde a 3%, discorda que essa informação seja relevante.

Verificando-se o perfil dos respondentes que se posicionam de forma indiferente ou que discordam, constata-se que dentre estes, 3 respondentes realizam análise fundamentalista e apenas 1 é grafista. O respondente que discorda da utilização de informações sobre fatores

exógenos que possuem relevância sobre o desempenho da companhia, é um analista com mais de 10 anos de experiência.

Essa informação contraria o que Assaf Neto (2003) preconiza, pois segundo esse autor as principais informações utilizadas na análise fundamentalista são informações referentes ao setor econômico de atividade, ao mercado acionário e à conjuntura econômica.

e) Recursos Humanos – As informações disponibilizadas pelas companhias de capital aberto referente aos seus recursos humanos são as que apresentam os maiores índices de indiferença e ou de discordância, conforme se observa na Tabela 12.

Tabela 12: Recursos Humanos

4 - Recursos Humanos	1	2	3	4	5	Total
4.1 - Número de empregados no término dos dois últimos exercícios e o <i>turnover</i> .	13%	30%	37%	10%	10%	100%
4.2 - Segmentação da mão-de-obra segundo a localização geográfica.	7%	27%	46%	17%	3%	100%
4.3 - Nível educacional e investimentos em treinamentos.	13%	34%	30%	13%	10%	100%
4.4 - Fornecimento por parte da empresa de fundos de seguridade e planos sociais.	7%	13%	53%	27%	0%	100%

Posicionamentos sobre o número de empregados, segmentação da mão-de-obra, nível e educacional e investimentos em treinamentos, e fornecimento de fundos de seguridade e planos sociais aos funcionários, são considerados indiferentes por mais de 50% dos respondentes e/ou sem importância para a recomendação de investimentos em ações das empresas.

Percebe-se que para a maioria dos respondentes esse tipo de informação não influencia na sua decisão de recomendar ou não investimento em uma companhia, na medida em que a maior incidência de posicionamento se deu no nível 3, significando indiferença.

f) Investimentos – Com relação às informações disponibilizadas pelas empresas sobre seus investimentos, os respondentes se declaram positivamente a essas informações, conforme pode ser analisado na Tabela 13.

Tabela 13: Investimentos

5 - Investimentos	1	2	3	4	5	Total
5.1 - Descrição dos principais investimentos realizados.	87%	10%	3%	0%	0%	100%
5.2 - Os objetivos pelos quais tais investimentos foram ou estão sendo realizados.	83%	10%	7%	0%	0%	100%
5.3 - A apresentação dos montantes e origens dos recursos alocados.	73%	20%	7%	0%	0%	100%

No entender dos respondentes as informações dessa categoria são muito importantes na análise e recomendação de investimentos, pois mais de 90% destes declaram que concordam plenamente e/ou concordam que esse tipo de informação influencia ou pode influenciar na recomendação de investimentos em ações. Não houve respondentes discordantes nessa categoria.

g) Pesquisa e Desenvolvimento – Ao ser solicitado o posicionamento acerca de informações sobre pesquisa e desenvolvimento, os respondentes se manifestaram como consta na Tabela 14.

Tabela 14: Pesquisa e Desenvolvimento

6 - Pesquisa e Desenvolvimento	1	2	3	4	5	Total
6.1 - descrição sucinta dos projetos	40%	40%	7%	13%	0%	100%
6.2 - recursos alocados	47%	37%	6%	10%	0%	100%
6.3 - montantes aplicados	43%	40%	7%	10%	0%	100%
6.4 - situação dos projetos	50%	30%	10%	10%	0%	100%

Mais de 80% dos respondentes declaram que concordam que esse tipo de informação é relevante na recomendação de investimentos em ações. O conhecimento sucinto dos projetos, os recursos que foram alocados, os montantes aplicados e a situação em que se encontram os projetos, podem influenciar na recomendação de aquisição de ações.

Assim como no item anterior que trata dos investimentos, as informações sobre P&D também despertam a atenção dos respondentes, e isso se dá pelo fato de que podem verificar como as empresas estão alocando não apenas seus recursos financeiros, mas a forma como estas estão se preparando para os próximos anos, o que torna essa informação importante, pois pode atrair mais investidores de longo prazo.

h) Novos Produtos e Serviços – Os posicionamentos dos respondentes acerca de informações sobre novos produtos e serviços estão refletidos na Tabela 15.

Tabela 15: Novos Produtos e Serviços

7 - Novos Produtos e Serviços	1	2	3	4	5	Total
7.1 - Descrição de Novos Produtos e Serviços	53%	37%	7%	3%	0%	100%
7.2 - Expectativas em relação a novos produtos e serviços	57%	33%	7%	3%	0%	100%

Conhecer a descrição dos novos produtos e serviços e a expectativa dos gestores das empresas é importante para os respondentes, pois com isso podem verificar a direção que as companhias estão seguindo e/ou pretendem seguir. As posições “concordo plenamente” e “concordo” representam 90%, revelando que no entendimento dos respondentes estas informações são relevantes para a recomendação em investimentos de ações.

Com essas informações muitas vezes pode-se verificar o nível tecnológico, a visão de mercado e as estratégias de negócios que as empresas estão adotando, sendo que essa análise pode ser feita conjuntamente com as informações sobre os investimentos em P&D, pois em muitos casos os novos produtos são fruto de investimentos em pesquisa e desenvolvimento.

- i) Proteção ao Meio Ambiente – As informações sobre proteção ao meio ambiente por parte das empresas e a sua responsabilidade ambiental, ambas amplamente discutidas na academia, são percebidas pelos respondentes como consta na Tabela 16.

Tabela 16: Proteção ao Meio-Ambiente

8 - Proteção ao Meio-Ambiente	1	2	3	4	5	Total
8.1 - descrição	27%	40%	20%	10%	3%	100%
8.2 - objetivo dos investimentos efetuados	30%	33%	24%	10%	3%	100%
8.3 - montante aplicado	30%	43%	17%	7%	3%	100%

Os dados revelam que é importante para os respondentes conhecer informações sobre a descrição dos projetos realizados visando à proteção ao meio ambiente, os objetivos pelos quais esses projetos foram ou são realizados e, ainda, quanto foi aplicado para executá-los, na medida em que os percentuais de concordância foram superiores a 60%.

Os respondentes que consideram que esse tipo de informação não tem importância ou é indiferente para a recomendação de investimentos são analistas fundamentalistas, ou seja, fazem suas recomendações baseados em informações que as empresas divulgam, configurando-se uma aparente contradição. É claro que isso poder também ser influenciado pela pouca sensibilização por parte dos capitalistas sobre as questões ambientais.

- j) Reformulações Administrativas – No que tange as informações sobre as reformulações administrativas, que envolvem a descrição de mudanças administrativas, reorganizações administrativas e programas de racionalização dentro das companhias, os posicionamentos dos respondentes corresponde ao que é apresentado na Tabela 17.

Tabela 17: Reformulações Administrativas

9 - Reformulações Administrativas	1	2	3	4	5	Total
9.1 - descrição das mudanças administrativas	50%	40%	10%	0%	0%	100%
9.2 - reorganizações societárias	77%	20%	3%	0%	0%	100%
9.3 - programas de racionalização	47%	37%	13%	3%	0%	100%

Com relação às afirmações 9.1 e 9.2 os índices de concordância representam 90%, significando que para a grande maioria dos respondentes as informações que tratam das reformulações administrativas são importantes para as recomendações de investimentos em ações. O mesmo vale para os programas de racionalização, pois a concordância superou 80%.

- k) Direitos dos Acionistas – Foram apresentadas aos respondentes duas afirmações sobre os direitos dos acionistas, onde se buscou saber se a divulgação das políticas relativas à distribuição de direitos aos acionistas e os desdobramentos e grupamentos por parte das empresas são informações relevantes na recomendação de investimentos em ações. A Tabela 18 apresenta os resultados.

Tabela 18: Direitos dos Acionistas

10 - Direitos dos acionistas	1	2	3	4	5	Total
10.1 - políticas relativas à distribuição de direitos	70%	17%	10%	3%	0%	100%
10.2 - desdobramentos e grupamentos	40%	40%	13%	7%	0%	100%

O índice de concordância representa em torno de 80%, o que evidencia que essas informações também são necessárias para as recomendações de investimentos, e que são utilizadas pelos respondentes nas suas análises.

É importante destacar que mais uma vez o grupo de respondentes que entende que essas informações são indiferentes e/ou não as utiliza na análise para a recomendação de investimentos é composto apenas por analistas fundamentalistas.

- l) Dados do Mercado e Liquidez das Ações – Para verificar a utilidade das informações que envolvem os dados do mercado financeiro e a liquidez das ações, foram apresentadas aos

respondentes duas afirmações; a primeira que trata do valor patrimonial das ações e a segunda sobre a negociação e cotação das ações em bolsa de valores. O posicionamento destes consta na Tabela 19.

Tabela 19: Dados do Mercado e Liquidez das Ações

11 - Dados do Mercado e Liquidez das Ações	1	2	3	4	5	Total
11.1 - valor patrimonial por ação	33%	27%	23%	7%	10%	100%
11.2 - negociação e cotação das ações em Bolsa de Valores	57%	13%	27%	0%	3%	100%

Os posicionamentos dos respondentes revelam que as duas afirmações são consideradas importantes, não obstante para cerca de 25% dos respondentes essas informações são indiferentes. A discordância total em relação à afirmação 11.2 é de um analista fundamentalista.

Com relação à informação sobre o valor patrimonial das ações, 60% dos respondentes a consideram importante, embora se saiba das críticas que a contabilidade recebe em função de não evidenciar o valor efetivo do patrimônio das empresas em função de alguns elementos que não são quantificáveis, sendo que boa parte destes pertencem aos itens dos intangíveis.

m) Perspectivas e Planos para o Exercício em Curso e Vindouros – Quando solicitado o posicionamento dos respondentes sobre a relevância das informações que envolvem as perspectivas e planos para o exercício em curso e vindouros, estes se manifestaram como consta na Tabela 20.

Tabela 20: Perspectivas e Planos para o Exercício em Curso e Vindouros

12 - Perspectivas e planos para o exercício em curso e vindouros	1	2	3	4	5	Total
12.1 - expectativa da administração quanto ao exercício corrente	67%	27%	6%	0%	0%	100%
12.2 - premissas e fundamentos explicitamente colocados	73%	20%	7%	0%	0%	100%
12.3 - informação não se confunde com projeções por não ser quantificada	40%	23%	27%	3%	7%	100%

A expectativa da administração quanto ao exercício corrente (94%) e as premissas e fundamentos devidamente explicitados (93%) são muito consideradas pelos respondentes na análise e recomendação de investimento em ações, o mesmo não ocorrendo em relação à afirmação 12.3, embora haja também um bom percentual de concordância dos respondentes.

- n) Governança Corporativa – Foram apresentadas aos respondentes três afirmações que tratam sobre a Governança Corporativa: ter informações sobre a composição do Conselho de Administração, sobre a forma de distribuição dos dividendos e sobre a auditoria independente. Os seus posicionamentos a respeito constam na Tabela 21.

Tabela 21: Governança Corporativa

13 - Governança Corporativa	1	2	3	4	5	Total
13.1 - Composição do Conselho de Administração	47%	37%	16%	0%	0%	100%
13.2 - Forma de Distribuição de Dividendos	60%	33%	7%	0%	0%	100%
13.3 - Auditoria Independente	30%	54%	13%	3%	0%	100%

A Tabela 21 permite visualizar que mais de 80% dos respondentes concordam com as afirmações de que essas informações são relevantes para as recomendações de investimentos em ações. Houve apenas um respondente que declarou que obter informações sobre a auditoria independente não é relevante.

- o) Resultados Financeiros – Informações sobre os resultados financeiros são apresentadas em relatórios pelos gestores das empresas no intuito de simplificar as informações contidas nas demonstrações contábeis. O posicionamento dos respondentes sobre essas informações está apresentado na Tabela 22.

Tabela 22: Resultados Financeiros

14 - Resultados Financeiros	1	2	3	4	5	Total
14.1 - EBITDA	80%	13%	7%	0%	0%	100%
14.2 - Apresentação dos resultados e comparações com anos anteriores	80%	17%	3%	0%	0%	100%
14.3 - Recusos Intangíveis	33%	44%	20%	3%	0%	100%
14.4 - Impostos e Contribuições	57%	40%	3%	0%	0%	100%

Observa-se que 80% dos respondentes concordam plenamente que o EBITDA e a apresentação dos resultados e comparações com exercícios anteriores são relevantes para a recomendação de investimentos em ações, sendo que apenas dois respondentes entendem que é indiferente para eles ter informações sobre EBITDA e um entende que as comparações com anos anteriores não são relevantes.

As informações sobre recursos intangíveis são consideradas importantes por cerca de 80% dos respondentes, sendo que 20% são indiferentes em relação ao fato de que tais informações possam contribuir na recomendação de compra de ações.

Acredita-se que o menor interesse acerca das informações sobre os recursos intangíveis, quando comparado com as demais informações financeiras, se dá em função das dificuldades de quantificá-las ou ainda em função de sua subjetividade.

No que se refere às informações sobre os impostos e contribuições pagos pelas companhias, praticamente a totalidade dos respondentes entende que esse tipo de informação é relevante às recomendações de investimentos em ações, o que evidencia que existe uma preocupação por parte dos respondentes em verificar a situação fiscal em que a empresa se encontra.

p) Estratégias – Informações sobre estratégias das empresas obtiveram dos respondentes os posicionamentos que constam na Tabela 23.

Tabela 23: Estratégias

15 - Estratégias	1	2	3	4	5	Total
15.1 - Valores da Organização	40%	37%	17%	3%	3%	100%
15.2 - Objetivos e Metas Estratégicas	70%	20%	10%	0%	0%	100%
15.3 - Abordagem de Mercado	57%	33%	10%	0%	0%	100%

No entendimento dos respondentes todas as estratégias propostas são relevantes às recomendações de investimentos em ações, com menor intensidade em relação aos valores da organização. Os respondentes que se posicionaram de forma indiferente são analistas fundamentalistas.

q) Ferramentas e Formas de Análise das Informações – Foram apresentadas aos respondentes algumas afirmações que tratam das ferramentas e formas de análise das informações que são divulgadas pelas empresas e pelo mercado financeiro. Os seus posicionamentos a respeito encontram-se expressos na Tabela 24.

Tabela 24: Ferramentas e Formas de Análise das Informações

16 - Com relação as ferramentas e a forma de análise das informações no mercado, podem ser consideradas as seguintes questões.	1	2	3	4	5	Total
16.1 - As informações disponibilizadas ao mercado tem um papel fundamental na precificação das ações.	80%	14%	3%	3%	0%	100%
16.2 - A análise fundamentalista é essencial para a recomendação de aquisições de ações.	74%	20%	3%	3%	0%	100%
16.3 - A análise técnica ou grafista é uma forma eficiente para a recomendação de aquisição de ações.	13%	27%	37%	13%	10%	100%
16.4 - A utilização conjunta da análise fundamentalista com a grafista permitem uma recomendação mais aprimorada.	30%	27%	17%	13%	13%	100%
16.5 - As informações apresentadas pela companhias de forma voluntária aumentam a probabilidade de recomendação de compras de ações.	17%	37%	30%	13%	3%	100%

Observa-se que há o entendimento por parte dos respondentes que a disponibilização de informações ao mercado e a análise fundamentalista se configuram como relevantes para fins de recomendação de investimento em ações. No caso da análise fundamentalista pode haver influência do perfil dos respondentes, na medida em que 87% destes informam que realizam análises fundamentalistas. Entendimento diverso é observado em relação à eficiência da análise técnica ou grafista, à utilização conjunta dos dois tipos de análises e às informações voluntárias divulgadas, as quais são consideradas importantes por cerca de 50% dos respondentes, em média. Quanto ao entendimento de que a análise grafista é relevante, observa-se que isso é confirmado por apenas 13% dos respondentes, certamente pelo fato de que este é o percentual de respondentes que informa utilizar esta técnica de análise na sua atividade.

Dos quatro grafistas que compõem a amostra dessa pesquisa, três estão contidos no grupo que concorda e concorda plenamente com a utilização conjunta das análises, enquanto outro discorda totalmente, sendo que esse mesmo respondente concorda plenamente que a análise gráfica é eficiente para a recomendação de investimentos em ações.

Todas as informações que foram incluídas no instrumento de coleta de dados são consideradas como informações de caráter voluntário, visto que não há regulamentação na legislação brasileira que obrigue as companhias de capital aberto a divulgá-las. Porém pode-se verificar que os respondentes não consideram a maioria das informações citadas anteriormente como voluntárias. Ou seja, para os respondentes as empresas devem divulgar essas informações, a não divulgação pode fazer com que a empresas perca o seu poder informacional. É claro que não foram consideradas para fins desse estudo as informações que são consideradas de caráter obrigatório para empresas que são regulamentadas por agências reguladoras ou ainda empresas que negociam suas ações em outros países.

- r) Utilização das Informações: o resultado global obtido junto aos respondentes pode ser observado na Tabela 25.

Tabela 25: Ranking das Informações Utilizadas pelos Respondentes

Informações	1	2	3	4	5	Total	Ranking
1 - Com relação ao Relatório da Administração de forma geral podem ser feitas as seguintes afirmações:	32%	30%	20%	16%	2%	100%	-
2 - Descrição dos Negócios, produtos e serviços que podem influenciar a recomendação pela compra de ações da empresa.	48%	31%	18%	3%	0%	100%	9 ^a
3 - Conjuntura Econômica e Geral	64%	28%	7%	1%	0%	100%	2 ^a

Por meio da Tabela 25 pode-se verificar que dentre as informações mais utilizadas pelos respondentes estão os Investimentos com 81% de concordância plena, seguido de informações sobre a conjuntura econômica e geral com 64%. Já dentre as informações que possuem menor relevância para os analistas nas análises e recomendações de investimentos estão as que tratam dos Recursos Humanos que são consideradas como importantes apenas para 10% dos respondentes e as que tratam de assuntos sobre proteção do meio ambiente.

Outro fator importante a ser destacado é com relação a aceitação geral do Relatório da Administração, pois para 62% dos respondentes é um documento importante para análise e futuras recomendações de compra e venda de ações, porém para 38% dos respondentes esse documento não é relevante para as análises.

4.1.2 Análise de Agrupamento (*Cluster*)

A análise de *cluster* realizada com base nos dados obtidos por meio do Instrumento de Coleta de Dados permitiu o exame dos respondentes em grupos, e com isso foi possível verificar as semelhanças entre as suas respostas, ou seja, o nível de concordância ou discordância em relação às afirmações apresentadas. O Quadro 16 mostra como os respondentes foram agrupados.

<i>Cluster 1</i>	<i>Cluster 2</i>	<i>Cluster 3</i>
Resp. 1	Resp. 4	Resp. 6
Resp. 2	Resp. 5	Resp. 9
Resp. 3	Resp. 7	Resp. 21
Resp. 10	Resp. 8	

Quadro 16: Formação dos *Clusters*

Verifica-se que não houve uma uniformidade com relação ao número de respondentes por *cluster*, visto que o *Cluster 1* ficou com 16 respondentes; o *Cluster 2* com 11; e o *Cluster 3* com apenas 3 respondentes. A formação desses *clusters* permitiu a realização de importantes análises, visto que foram agrupados em função do grau de concordância ou discordância em relação às afirmações propostas no Instrumento.

O Gráfico 1 ilustra as diferenças que os *clusters* apresentam com relação aos posicionamentos dos respondentes sobre as diferentes subcategorias informacionais.

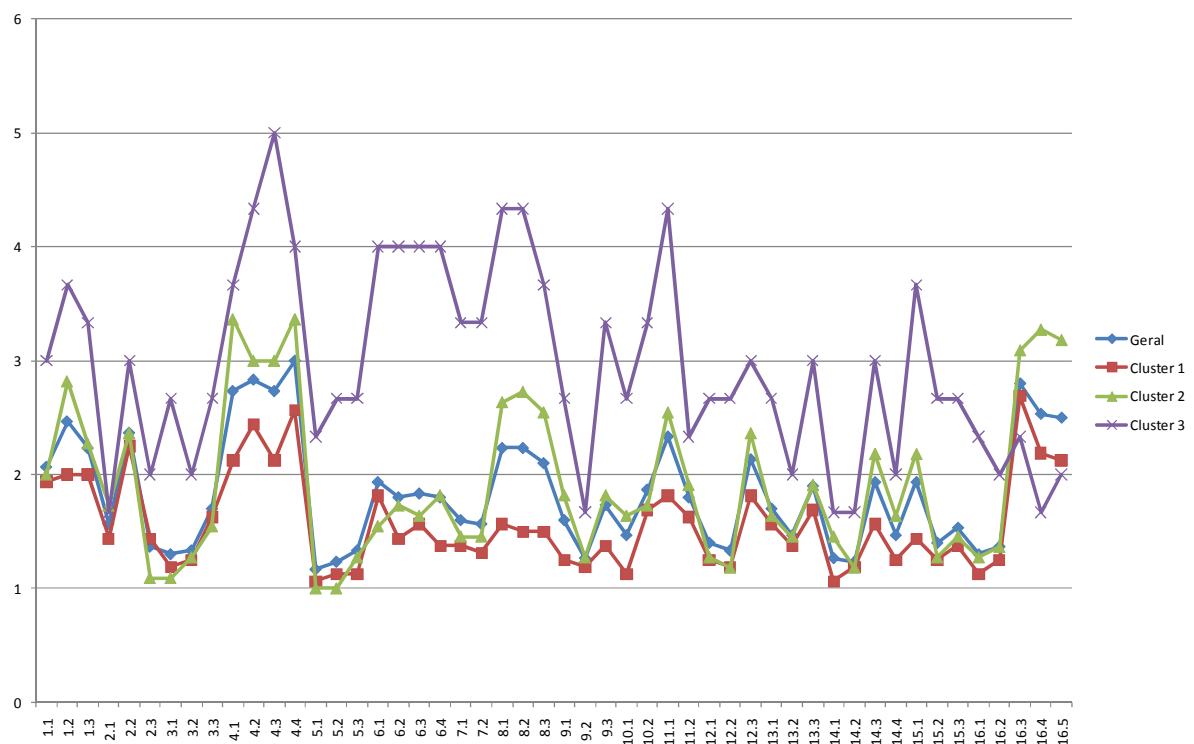


Gráfico 1: Formação dos *Clusters* por Subcategoria de Informações

A observação do Gráfico 1 permite verificar que o *Cluster 3* apresenta um maior distanciamento com relação aos *Clusters 1* e *2*. O *Cluster 1* é aquele em que os respondentes apresentam o maior número de concordância com relação às afirmações apresentadas, ou seja, da amostra, 16 respondentes escolheram as opções concordo totalmente e concordo na maioria das afirmações. O *Cluster 2* apresenta-se como um grupo mais disperso com relação às afirmações, visto que as médias das respostas oscilam mais do que a do *Cluster 1*.

Com relação à função dos respondentes que pertencem ao *Cluster 1*, constata-se que é bem heterogêneo visto que neste grupo encontram-se analistas, operadores, economistas, consultores e diretores, 50% dos quais são pós-graduados. Com relação à experiência profissional também há uma diversidade, além do fato de que 3 dos 4 respondentes que se declaram técnicos fazem parte desse *cluster*.

No *Cluster 2*, dos 11 respondentes 9 são analistas; apenas 2 não são pós-graduados; é formado por um grupo basicamente de profissionais com experiência superior a 2 anos. Já o *Cluster 3*, que possui apenas 3 respondentes, é composto por analistas, pós-graduados, sendo que 2 possuem formação em Economia e 1 em Administração de Empresas, todos são fundamentalistas e apenas 1 possui experiência inferior a 2 anos.

As diferenças entre os *Clusters 2* e *3*, são bem grandes uma vez que os participantes do *Cluster 2*, possuem um índice de concordância maior, visto que a grande maioria das informações estão entre as escalas 1 e 3, já no *Cluster 3* as respostas dadas estão entre as escalas 2 e 5, ou seja, evidencia que os respondentes deste grupo apresentam uma maior discordância com relação às afirmações apresentadas.

Em linhas gerais, o que se observa na formação dos *clusters* é que não há uma característica marcante no perfil dos respondentes para que o grau de concordância ou discordância com relação às afirmações apresentadas seja definido, ou seja, não é a função, a área e o nível de formação, nem o tempo de experiência que influenciam na forma de avaliação das informações que são analisadas para as recomendações de investimentos em ações, sendo assim pode-se entender que a relevância das informações para os respondentes é muito mais definida de forma intuitiva do que em função do perfil e formação do profissional.

4.2 INFORMAÇÕES DIVULGADAS PELAS COMPANHIAS

As análises apresentadas nesta seção estão relacionadas com as informações obtidas nos Relatórios da Administração das empresas mais citadas pelos respondentes do Instrumento de Coleta de Dados. Essa seção tem a finalidade de verificar as informações que são divulgadas pelas companhias de capital aberto à CVM e ao mercado.

A amostra é composta por 11 empresas que possuem ações negociadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo – BM&FBOVESPA. Para a obtenção dos dados foi feita uma análise de conteúdo dos RA's (Apêndice 3) visando identificar se as informações que foram apresentadas aos respondentes no Instrumento de Coleta de Dados estavam contempladas nos relatórios. Para efetuar a análise e para fins de tabulação utilizou-se a seguinte descrição:

1 – Para a informação que esteja contida no RA

0 – Para a informação que não esteja contida no RA

a) Composição da Amostra – As empresas que compõem a amostra são apresentadas na Tabela 26.

Tabela 26: Empresas participantes da Pesquisa

Empresas	Segmento de Atuação	IBOVESPA 3° Q. 2009	IBOVESPA 1° Q. 2010
Petróleo Brasileiro S.A. Petrobrás	Exploração e ou /Refino	1°	1°
Vale S.A.	Materiais Metálicos	2°	2°
Gerdau S.A.	Siderurgia	6°	5°
B. do Brasil S.A.	Bancos	12°	13°
Usinas Sid. de Minas Gerais S.A. Usiminas	Siderurgia	9°	9°
Itaú Unibanco Hold. S.A.	Bancos	3°	3°
CIA Siderúrgica Nacional	Siderurgia	10°	10°
BRF - Brasil Foods S.A.	Carnes e Derivados	22°	14°
Fibria Celulose S.A.	Papel e Celulose	-	12°
WEG S.A.	Motores, Compressores e Outros	-	-
Banco Bradesco S.A.	Bancos	5°	6°
Centrais Elet Bras S.A. - Eletrobrás	Energia Elétrica	24°	24°
Randon S.A. Implementos e Part.	Material Rodoviário	-	-

Fonte: BM&FBOVESPA (2010)

A amostra representa 53,4% da Carteira Teórica do IBM&FBOVESPA do 1º Quadrimestre de 2010, e apenas duas empresas da amostra não compõem o índice. O IBM&FBOVESPA é um indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro, e retrata o comportamento dos principais papéis negociados na BM&FBOVESPA (BM&FBOVESPA, 2008). Sendo assim, verifica-se que as empresas mais citadas pelos respondentes possuem uma alta representatividade nas negociações da bolsa.

As companhias de capital aberto pertencem a sete segmentos distintos da classificação da BM&FBOVESPA, sendo que os segmentos Bancos e Siderurgia representam mais de 50% da amostra.

b) Relatório da Administração – Na análise geral dos RA's pode se observar uma grande diversidade de formas, conteúdos, linguagem e tamanho. Com isso é possível verificar as empresas que apresentam os relatórios apenas para fins legais e outras que procuram disponibilizar uma grande quantidade de informações mesmo que não são exigidas pela legislação brasileira e pelos órgãos que regulam o funcionamento dessas empresas.

As informações contidas nos RA's foram divididas em categorias e subcategorias, obedecendo a mesma estrutura apresentada no Instrumento de Coleta de Dados conforme o Quadro 17.

Descrição dos Negócios, produtos e serviços	<ul style="list-style-type: none"> - Histórico das vendas físicas dos últimos dois anos. - Vendas em moeda de poder aquisitivo da data do encerramento do exercício social. - Descrição e análise por segmento ou linha de produto.
Comentários sobre a conjuntura econômica geral	<ul style="list-style-type: none"> - Informações sobre a concorrência nos mercados. - Os atos governamentais que afetam a companhia. - Fatores exógenos relevantes sobre o desempenho da companhia.
Recursos Humanos	<ul style="list-style-type: none"> - Número de empregados no término dos dois últimos exercícios e o turnover. - Segmentação da mão-de-obra segundo a localização geográfica. - Nível educacional e investimentos em treinamentos. - Fornecimento por parte da empresa de fundos de seguridade e planos sociais.
Investimentos	<ul style="list-style-type: none"> - Descrição dos principais investimentos realizados. - Os objetivos pelos quais tais investimentos foram ou estão sendo realizados. - A apresentação dos montantes e origens dos recursos alocados.
Pesquisa e Desenvolvimento	<ul style="list-style-type: none"> - Descrição sucinta dos projetos - Recursos alocados - Montantes aplicados - Situação dos projetos
Novos Produtos e Serviços	<ul style="list-style-type: none"> - Descrição de novos produtos - Serviços e expectativas a eles relativas
Proteção ao Meio-Ambiente	<ul style="list-style-type: none"> - Descrição - Objetivo dos investimentos efetuados - Montante aplicado
Reformulações Administrativas	<ul style="list-style-type: none"> - Descrição das mudanças administrativas - Reorganizações societárias

Quadro 17: Categorias e Subcategorias de Informações dos RA's
Fonte: Baseado do Parecer 15/87 da CVM.

As informações apresentadas no Quadro 17 são as sugeridas pela CVM no Parecer 15/87, e outras baseadas no referencial teórico, que são: Governança Corporativa, Resultados Financeiros e Estratégias. A verificação das categorias e subcategorias nos relatórios foi feita tanto de forma direta quanto de forma indireta, ou seja, direta quando as informações estavam explícitas em tópicos e indireta quando estavam em parágrafos e exigia a interpretação da pesquisadora.

Nesta análise não foi considerada a qualidade da informação, mas sim se esta estava contida no relatório. Naturalmente, foi possível verificar que alguns relatórios como o da Petrobrás, além de conter as informações estas estavam dispostas de forma clara e com muito boa qualidade informacional, visto que as informações estavam fundamentadas e na grande maioria delas suportadas por dados quantitativos. Já em outros relatórios como do Bradesco, são apresentadas grande parte das informações, porém de forma mais sucinta, dispostas em parágrafos sem grandes explicações.

O Gráfico 2 mostra o desempenho das empresas com relação as 14 categorias de informações analisadas.

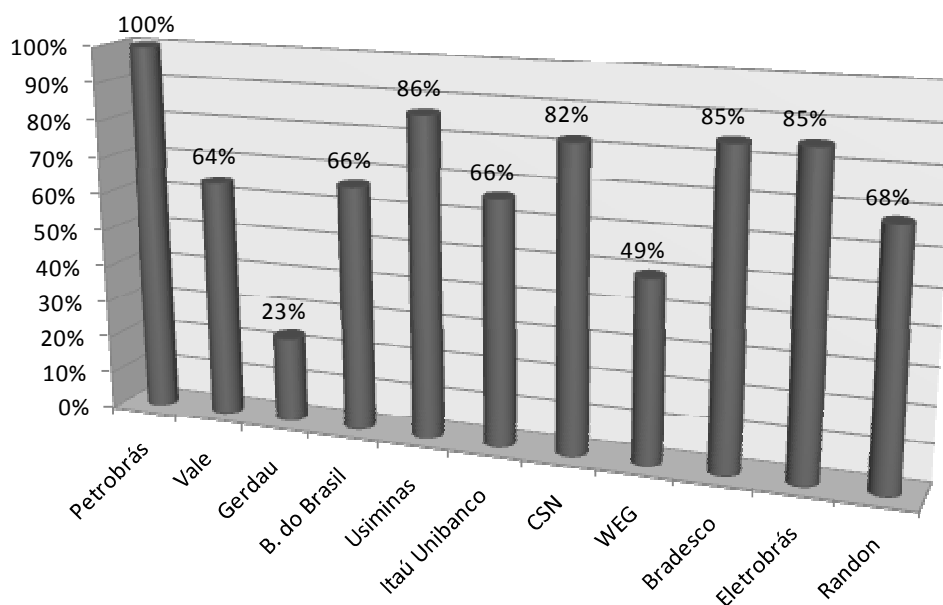


Gráfico 2: Desempenho das Empresas com Relação às Informações Analisadas

Apenas a Petrobrás apresenta 100% das informações recomendadas para serem divulgadas nos Relatórios da Administração, um dado que pode ser ainda avaliado de uma forma diferenciada, visto que esta empresa não participa em nenhum dos níveis de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA. Os relatórios do Banco do Brasil, do Bradesco e da Eletrobrás apresentam 85% das informações, sendo que estas muitas vezes são descritas de forma bem sucinta, sem grande abrangência e detalhamento.

É importante destacar que apenas duas empresas não atingem 60% das informações recomendadas pela CVM. A empresa Gerdau, no relatório apresentado a CVM, divulga basicamente informações que são exigidas pela legislação. Já o relatório da WEG apresenta apenas oito páginas e está estruturado em um modelo explicativo da DRE, visto que os tópicos são apresentados na mesma ordem da demonstração.

Sobre a Gerdau é importante considerar que ao analisar as Notas Explicativas apresentadas juntamente com as DFPs, bem como o relatório anual disponibilizado no site da empresa verifica-se que houve a divulgação dessas informações, porém como o objeto de análise desta pesquisa foram os Relatórios da Administração apresentados à CVM por meio das DFPs, as informações disponibilizadas em outros documentos não foram consideradas.

c) Nível de Divulgação das Categorias nos RA's: quanto à divulgação de informações nos RA's, pode-se verificar as categorias mais evidenciadas pelas empresas, como é apresentado no Gráfico 3.

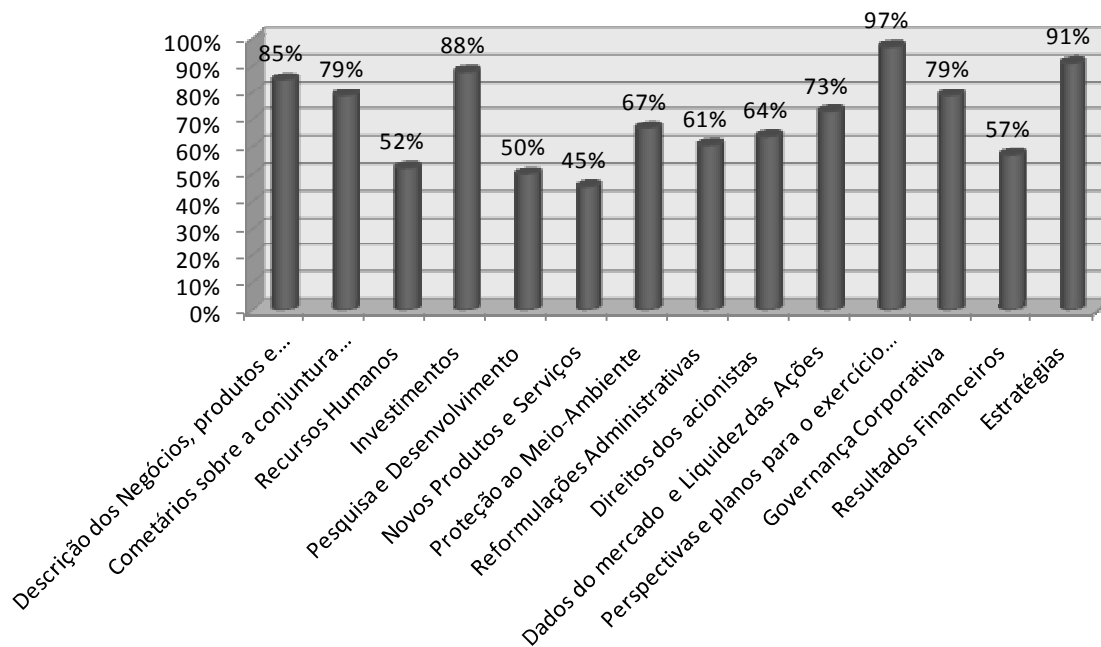


Gráfico 3: Nível de Evidenciação por Categoria nos RA's

Ao observar o Gráfico 3, percebe-se que algumas categorias apresentam maior evidenciação nos RA's que outras. A categoria de Perspectivas e planos para o exercício em curso e vindouros apresenta um índice de 97% de informações no total dos 11 relatórios analisados, sendo que esta não atingiu 100% porque no relatório da Gerdau não estavam colocadas explicitamente as premissas e fundamentos dessas perspectivas.

Outras categorias que apresentam um percentual elevado de evidenciação são as de Estratégia com 91%, a de Investimentos com 88%, a da Descrição dos Negócios, Produtos e Serviços com 85%, a dos Comentários sobre a conjuntura econômica geral e a de Governança Corporativa, ambas com 79%.

Na categoria de Descrição dos Negócios, produtos e serviços, a informação que menos aparece é a do histórico das vendas físicas dos últimos dois anos, sendo que esta estava contida em oito dos onze relatórios analisados. Na categoria de Comentários sobre a conjuntura econômica geral, as informações sobre a concorrência nos mercados aparecem em apenas sete relatórios, assim como a categoria que trata das informações sobre governança corporativa, mais especificamente sobre a composição do Conselho de Administração. Com

relação às informações sobre os investimentos, é possível verificar que a descrição dos principais investimentos realizados é apresentada em todos os documentos que foram objeto desse estudo.

A categoria que trata das estratégias das empresas aparece em nove relatórios, não sendo contemplada apenas nos RA's da Gerdau e da WEG. As demais categorias que apresentam menos que 75% de evidenciação, contêm algumas particularidades como a referência em apenas duas companhias sobre os recursos intangíveis que pertence à categoria dos resultados financeiros. A descrição de novos produtos e serviços e a situação dos projetos de P&D são descritas apenas nos relatórios de quatro empresas, sendo que duas aparecem em ambas as categorias, a Petrobrás e a Usiminas.

A categoria que apresenta as informações sobre os recursos humanos das empresas revela um percentual de evidenciação próximo a 50%. Com relação às informações sobre a segmentação da mão-de-obra segundo a localização geográfica, apenas a Petrobrás e a Vale apresentam em seus relatórios essa informação. Com relação às outras três informações analisadas nesta categoria, verifica-se que aquela que apresenta a maior quantidade em relatórios é a que corresponde ao número de empregados no término dos dois últimos exercícios e o *turnover*.

As quatro categorias que ficaram com o percentual de evidenciação entre 60 e 75% são as que tratam das informações sobre as reformulações administrativas, os direitos dos acionistas, a proteção ao meio ambiente e os dados do mercado e liquidez das ações. Vale destacar que a informação sobre o valor patrimonial da ação, da categoria de dados do mercado e liquidez das ações, e os montantes aplicados em questões ambientais aparece em seis dos onze relatórios analisados.

No que tange as informações sobre os direitos dos acionistas e as reformulações administrativas, os índices de evidenciação ficam bem próximos a 60%, sendo que deve ser ressaltado que em ambas as categorias as informações apresentadas nos relatórios são apenas descritas em poucos parágrafos, sem muitos detalhes.

Uma constatação que pode-se verificar ao analisar as informações que são mais divulgadas pelas empresas, é que todas estão relacionadas ao fluxo de caixa futuro, ou seja, as empresas se preocupam em divulgar informações que visam evidenciar o aumento de recursos para a empresa nos próximos exercícios.

4.3 INFORMAÇÕES UTILIZADAS PELAS CORRETORAS *VERSUS* INFORMAÇÕES DIVULGADAS PELAS COMPANHIAS

Para verificar a relação existente entre as informações voluntárias disponibilizadas pelas companhias nos Relatórios da Administração e a sua utilização pelas Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários na avaliação e recomendação de investimentos em ações, é apresentada a Tabela 27.

Informações	Grau de Utilização do Respondentes	Ranking da Utilização	Grau de Divulgação por parte das Empresas	Ranking da Divulgação
5 - Investimentos	81%	1^a	88%	3^a
3 - Conjuntura Econômica e Geral	64%	2^a	79%	5^a
14 - Resultados Financeiros	63%	3^a	57%	10^a
12 - Perspectivas e planos para o exercício em curso e vindouros	60%	4^a	97%	1^a
9 - Reformulações Administrativas	58%	5^a	61%	9^a
15 - Estratégias	56%	6^a	91%	2^a
7 - Novos Produtos e Serviços	55%	7^a	45%	13^a
10 - Direitos dos acionistas	55%	8^a	64%	8^a
2 - Descrição dos Negócios, produtos e serviços que podem influenciar a recomendação pela compra de ações da empresa.	48%	9^a	85%	4^a
13 - Governança Corporativa	46%	10^a	79%	5^a
6 - Pesquisa e Desenvolvimento	45%	11^a	50%	12^a
11 - Dados do Mercado e Liquidez das Ações	45%	12^a	73%	6^a
8 - Proteção ao Meio-Ambiente	29%	13^a	67%	7^a
4 - Recursos Humanos	10%	14^a	52%	11^a

Tabela 27: Relação entre as Informações Utilizadas pelas Corretoras e as Informações Divulgadas pelas Empresas

Por meio da Tabela 27, pode-se verificar que existe uma relação entre as informações que são divulgadas com as que são utilizadas. É claro que a relação não é direta, visto que nem todas as informações que são mais utilizadas são as mais divulgadas pelas empresas e vice versa. Porém se analisar a informação mais utilizada é a 3ª informação mais divulgada pelas empresas, já a informação menos utilizada por parte dos analistas é a terceira informação menos divulgadas pelas empresas.

É de ser entender que algumas informações que são mais utilizadas pelos analistas, são de caráter mais reservado para as empresas, como por exemplo, novos produtos e serviços, que são informações importantes para os analistas, mas por outro lado para as empresas torna-se uma informação um tanto complicada de divulgar em função dos concorrentes. Já com relação aos resultados financeiros deve-se considerar que as empresas divulgam muitas informações por meio das Demonstrações Contábeis, que não foram objetos de análises para esse estudo, sendo assim, justifica-se o distanciamento.

Ainda no intuito de verificar a relação entre a divulgação de informações por parte das empresas e a utilização por parte das corretoras, realizou-se outra Análise de *Cluster*, ficando distribuída da seguinte forma:

Cluster 1	Cluster 2	Cluster 3	Cluster 4
Empr. 1	Empr. 2	Empr. 3	Resp. 4
Empr. 5	Empr. 4	Empr. 8	Resp. 8
Empr. 7	Empr. 6	Resp. 6	Resp. 17
Empr. 9	Empr. 11	Resp. 9	Resp. 18
Empr. 10		Resp. 21	Resp. 20
Resp. 1			Resp. 22
Resp. 2			Resp. 24
Resp. 3			Resp. 25
Resp. 5			Resp. 26
Resp. 7			Resp. 28
Resp. 10			Resp. 30
Resp. 11			
Resp. 12			
Resp. 13			
Resp. 14			
Resp. 15			
Resp. 16			
Resp. 19			
Resp. 23			
Resp. 27			
Resp. 29			

Quadro 18: *Clusters* de Empresas e Respondentes

O Quadro 18 apresenta a nova formação dos *Clusters*, considerando-se os posicionamentos dos respondentes e o nível de evidenciação dos Relatórios da Administração das companhias de capital aberto que foram citadas pelos respondentes. Observa-se que da mesma forma que na formação dos *clusters* anteriores, houve uma disparidade na quantidade de observações por cluster, sendo que o *Cluster 1* contém 5 empresas e 16 respondentes, o *Cluster 2* apresenta apenas 4 empresas, o *Cluster 3* apresenta 2 empresas e 3 respondentes, e o *Cluster 4* contém 11 respondentes.

O Gráfico 4 ilustra como os *clusters* estão compostos em função das categorias informacionais apresentadas nesta pesquisa.

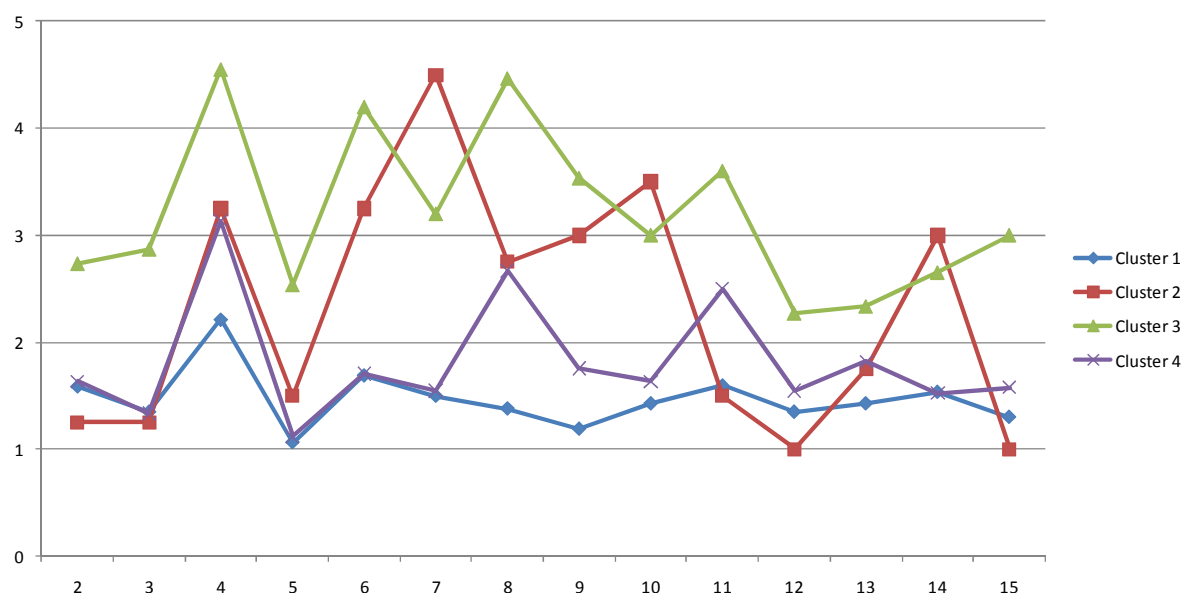


Gráfico 4: Estrutura dos *Clusters* em Função das Categorias Informacionais

Observa-se que os *Clusters* apresentam distanciamentos com relação às Categorias Informacionais, o que demonstra que esses grupos possuem grandes diferenças com relação a

divulgação das informações por parte das empresas e utilização das mesmas por parte das corretoras.

O *Cluster 1*, que é composto por 5 empresas – Petrobrás, Usiminas, CSN, Bradesco e Eletrobrás e por 16 respondentes, ficou compreendido basicamente entre a escala de 1 e 2, dessa forma verifica-se que é o que apresenta o maior grau evidenciado por parte das empresas e entre os respondentes o maior nível de utilização das informações nas recomendações de investimentos em ações.

Ao observar o Gráfico 4 percebe-se que apenas o item 4 não está contido entre as escalas 1 e 2. Este item trata das informações sobre Recursos Humanos, isso ocorreu porque as empresas que não evidenciaram todos os itens analisados e a maior parte respondentes que pertencem a esse grupo declararam que apenas concordam ou consideram que essas informações são indiferentes para as suas análises.

Ao analisar as empresas que os respondentes desse conglomerado citaram no Instrumento de Coleta de Dados, verificou-se que dos 16 respondentes apenas 3 não citam as empresas que pertencem a amostra da pesquisa. Com relação aos demais, observou-se que citaram as empresas que pertencem a amostra e que para a maioria dos respondentes desse grupo empresas como a Petrobrás, Usiminas, CSN, Bradesco e Eletrobrás pertencem a gama de empresas que são analisadas pelas suas corretoras.

O *Cluster 2* é composto apenas pelas empresas Vale, Banco do Brasil, Itaú Unibanco e Randon. Essas 4 empresas apresentam um nível de evidência em torno de 65% das informações analisadas, diferentemente das empresas que pertencem ao *Cluster 1* que ficou em torno de 85%.

O Gráfico 4 mostra como há dispersão entre as informações analisadas nas empresas do *Cluster 2*, visto que essa varia na escala entre 1 e 5. Com isso observa-se que há informações mais evidenciadas do que outras, com destaque para Novos Produtos e Serviços que apresentaram o menor nível de evidência e as informações sobre as Perspectivas e Planos para o Exercício em curso e Vindouros e, ainda, as informações sobre as Estratégias das empresas que apresentaram 100% das informações analisadas nesta pesquisa.

O *Cluster 3* é composto por 2 empresas (Gerdau e Weg) e 3 respondentes. É o conglomerado que apresenta as empresas com o menor nível de evidência da amostra, ficando abaixo de 45%. Neste *cluster* encontram-se os mesmo 3 respondentes que compuseram o *Cluster 3* na análise feita apenas pelos respondentes (Quadro 16). Verifica-se

que este grupo está contido na escala entre 2 e 5, sendo que em torno de 50% das informações está próxima a 3, ou seja, para os respondentes as informações são dadas como indiferentes e para as empresas são informações que não foram divulgadas em todas as subcategorias analisadas.

Já o *Cluster 4* é composto por 11 respondentes e nenhuma empresa. Neste encontram-se um grupo que entende que algumas informações são importantes para análise e posterior recomendação de investimentos em ações, outras que entendem como indiferentes. Assim como no *Cluster 1*, os respondentes do *Cluster 4* apresentam uma concordância com relação a utilização das informações para as recomendações de investimentos em ações.

Das 14 categorias analisadas, 11 estão na escala entre 1 e 2, duas são contidas entre 2 e 3 e outra entre 3 e 4. Essa última categoria citada refere-se aos Recursos Humanos, que se apresenta como informações indiferentes e/ou sem importância para as recomendações de investimentos em ações.

4.4 PRINCIPAIS RESULTADOS

O Quadro 19 apresenta os principais resultados desta pesquisa.

Abordagens	Resultados Obtidos
Perfil dos Respondentes	Os respondentes na grande maioria que possuem formação em administração de empresas e ou economia; mais de 50% não possui pós-graduação; o tempo de experiência não é regular, e é composto na sua grande maioria por analistas fundamentalistas.
Utilização do RA	O RA possui uma aceitação na avaliação e recomendação de compra e venda de ações, por parte dos respondentes, visto que para 62% dos respondentes é um documento importante para análise e futuras recomendações de compra e venda de ações, porém para 38% dos respondentes esse documento não é relevante para as análises.
Utilização das Informações Divulgadas	As informações mais utilizadas pelos respondentes estão os Investimentos com 81% de concordância plena, seguido de informações sobre a conjuntura econômica e geral com 64%. Já dentre as informações que possuem menor relevância para os analistas nas análises e recomendações de investimentos estão as que tratam dos Recursos Humanos que são consideradas como importantes apenas para 10% dos respondentes e as que tratam de assuntos sobre proteção do meio ambiente.
Análise de Cluster dos Respondentes	Contatou-se que não há uma característica marcante no perfil dos respondentes para que o grau de concordância ou discordância com relação às afirmações apresentadas seja definido. Com isso pode-se entender que a relevância das informações para os respondentes pode ser definida de forma intuitiva do que em função do perfil e formação do profissional.
Informações divulgadas pelas empresas	Constatou-se que a Petrobrás apresentou 100% das informações recomendadas para serem divulgadas nos Relatórios da Administração, já os relatórios do Banco do Brasil, do Bradesco e da Eletrobrás apresentam 85% das informações, sendo que estas muitas vezes são descritas de forma bem sucinta, sem grande abrangência e detalhamento. Porém a empresa Gerdau e WEG são as empresas que menos evidenciam informações no RA.
Nível de divulgação das categorias informacionais pelas empresas	Constatou-se que as informações mais divulgadas pelas empresas são as que apresentam as perspectivas e plano para exercícios futuros, seguida da estratégias e investimentos. E as informações menos divulgadas são novos produtos e serviços, pesquisa e desenvolvimento e investimentos. Ou seja, verifica-se que as informações mais divulgadas pelas empresas, estão relacionadas ao fluxo de caixa futuro.
	Verificou-se que há grupos distintos quando se refere a relação entre a divulgação e a

Quadro 19: Principais Resultados

Por meio do Quadro 19 é possível verificar os principais resultados obtidos nesta pesquisa. Que visa verificar a relação existente entre as informações voluntárias disponibilizadas pelas companhias nos Relatórios da Administração e a sua utilização pelas Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários na avaliação e recomendação de investimentos em ações.

5 CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES

5.1 CONCLUSÃO

Por meio deste estudo buscou-se investigar a relação existente entre as informações voluntárias disponibilizadas pelas companhias nos Relatórios da Administração e a sua utilização pelas Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários na avaliação e recomendação de investimentos em ações.

Para tanto, foi realizado um levantamento por meio um instrumento de coleta de dados encaminhado aos analistas das Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários que estão cadastradas junto a CVM. Nesse instrumento de coleta de dados foram apresentadas afirmações sobre o Relatório da Administração, informações que podem estar contidas neste documento e ainda sobre as formas de análise de empresas e informações de caráter voluntário.

A análise dos posicionamentos dos respondentes permitiu identificar grupos distintos, sendo que para alguns as informações contábeis voluntárias apresentam-se relevantes para a análise e posterior recomendação de investimentos em ações, e para outros essas mesmas informações praticamente não influenciam suas recomendações.

Era de se esperar que as informações fossem relevantes para os analistas fundamentalistas e que fossem irrelevantes para os analistas tecnicistas (grafistas), mas os resultados obtidos na pesquisa mostram que dos quatro respondentes que se declararam como grafistas, três concordam que as informações disponibilizadas pelas empresas têm um papel fundamental na precificação de ações, mas se mostraram indiferentes com relação a divulgação de informações de caráter voluntário.

Outra constatação da pesquisa é que para os grafistas a realização da análise fundamentalista, conjuntamente com a análise grafista, permite uma recomendação de investimentos em ações mais apropriada, o que revela um posicionamento inverso ao apresentado por praticamente metade dos fundamentalistas que não concordam e ou acham indiferente realizar a análise conjunta.

Também foi possível verificar que as afirmações sobre a relevância das informações apresentadas no instrumento de coleta de dados, apresentaram sempre altos percentuais de concordância, com exceção dos Recursos Humanos. Porém, quando os respondentes expressaram a sua opinião sobre se as informações apresentadas pelas companhias de forma voluntária aumentam a probabilidade de recomendação de compras de ações, praticamente a metade dos respondentes se posicionou de forma contrária ou considerou que estas informações são indiferentes para fins de recomendação.

Neste caso é importante compreender que as informações apresentadas no instrumento de coleta de dados são consideradas de caráter voluntário, uma vez que não há a obrigatoriedade da divulgação, ou seja, se a empresa não divulgar informações sobre as categorias apresentadas no Quadro 17, esta não será punida.

Com relação à análise das informações que as empresas estão divulgando nos Relatórios da Administração, verificou-se que não há uma padronização na forma de apresentação dos relatórios e nem na linguagem utilizada, o que pode ser entendido como sendo algo positivo, visto que os gestores procuram direcionar os seus relatórios para o público que desejam atingir. Porém, é importante considerar ao se tratar do Relatório da Administração, que é um documento de apresentação obrigatória, este é considerado por

algumas empresas apenas como mais um relatório obrigatório e por outras como um importante canal de comunicação com o usuário externo.

Outra constatação obtida na pesquisa é que informações consideradas pelos respondentes como sendo importantes para a análise e posterior recomendação de investimentos em ações, nem sempre são apresentadas de forma clara, direta e com dados que permitam o embasamento mais aprimorado dos Relatórios da Administração que são disponibilizados pelas empresas.

Essa constatação leva a concluir que os RA's apresentados pelas empresas em muitos casos apenas descrevem de forma simplificada as informações, de tal maneira que mesmo os analistas considerando as informações importantes para a análise e posterior recomendação de investimentos em ações, não conseguem realizar suas análises apenas com base no RA, mas necessitam de outros subsídios como visitas às empresas, informações disponibilizadas nos *sites* das empresas, pelo mercado concorrente, pela BM&FBOVESPA, pela CVM, etc.

É importante considerar que a participação nos níveis diferenciados de Governança Corporativa pode ser considerada como um fator relevante na recomendação de investimentos, pois das vinte empresas mais citadas pelos respondentes, apenas três não aderiram a GC. O mesmo pode se verificar com relação à participação efetiva na carteira teórica do IBM&FBOVESPA, que também está presente em nove das onze empresas que compõem a amostra.

Outra constatação diz respeito ao fato de que quando se trata de análise de empresas, não há uma uniformidade ou unanimidade na forma de realização da análise, visto que os respondentes que pertencem a um mesmo *cluster*, não possuem características em seu perfil para permitam afirmar que analistas com mais experiência na área utilizam mais uma informação do que outra ou, ainda, que os graduados em administração possuem uma forma de trabalhar diferente dos graduados em economia. Porém, o que se verificou em relação à amostra, é que a formação dos respondentes ficou praticamente dividida entre administração e economia, e apenas um respondente possui formação em contabilidade.

Diante do exposto e visando responder o problema de pesquisa, que buscou conhecer qual a relação existente entre as informações voluntárias disponibilizadas pelas companhias nos Relatórios da Administração e a sua utilização pelas Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários na avaliação e recomendação de investimentos em ações, verificou-se que existe

relação, porém esta relação não é direta, visto que nem todas as informações que são mais utilizadas são as mais divulgadas pelas empresas e vice versa.

5.2 RECOMENDAÇÕES

Este estudo verificou que a divulgação de informações ao mercado de ações é acompanhada por diversos usuários, e que estes buscam várias formas para obter essas informações. Sendo assim, buscou-se verificar a utilização das informações voluntárias por parte das corretoras apenas por um meio de comunicação que foi o Relatório da Administração entregue a CVM.

No entanto, sabe-se que há outras fontes que as empresas podem utilizar para divulgar informações que entendem que sejam importantes aos usuários, como os *sites*, os relatórios anuais e de sustentabilidade, etc., além de outras formas que os próprios analistas declaram que utilizam para poder realizar as análises, como as visitas às empresas, relatórios de consultorias e auditorias.

Portanto, recomenda-se que sejam realizadas pesquisas nessas linhas, visto que esses resultados obtidos permitirão verificar efetivamente como os usuários da informação contábil voluntária buscam, utilizam e retransmitem essas informações ao mercado financeiro.

REFERÊNCIAS

ALDRIGHI, Dante Mendes; MAZZER NETO, Roberto. Estrutura de Propriedade e de Controle das Empresas de Capital Aberto no Brasil. **Revista de Economia Política**. v 25, n 2, p. 115-137, abril-junho, 2005.

ALENCAR, Roberta Carvalho de; DALMACIO, Flavia Zoboli. A Relevância da Informação Contábil no Processo de Avaliação de Empresas Brasileiras – Uma Análise dos Investimentos em Ativos Intangíveis e Seus Efeitos sobre *Value-Relevance* do Lucro e Patrimônio Líquido. 30º Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – AnPAD, **Anais**. Salvador, 23 a 27 de setembro de 2006.

ALMEIDA, Karla Katiuscia Nóbrega de; VASCONCELOS; Marco Túllio de Castro. Conteúdo Informativo do Parecer dos Auditores Independentes sobre Demonstrações Contábeis de Empresas Brasileiras 1º Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – AnpCONT, **Anais**. Gramado, 17 e 19 de junho de 2007.

ANDRADE, Jesusmar Ximenes; SALOTTI; Bruno Meirelles. Balanço de Recursos Humanos: Uma análise de Companhias do mercado brasileiro. 2º Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – AnpCONT, **Anais**. Salvador, 15 a 17 de junho de 2008.

ANDREZO, Andréia Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado Financeiro: Aspectos históricos e conceituais**. São Paulo: Pioneira, 1999.

ANTUNES, Gustavo Amorim; MENDONÇA, Mark Miranda de. Impacto da Adesão aos Níveis de Governança da BM&FBOVESPA na Qualidade da Informação Contábil: Uma investigação acerca da oportunidade, relevância e do conservadorismo contábil utilizando dados em painel. 2º Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – AnpCONT, **Anais**. Salvador, 15 a 17 de junho de 2008.

ANTUNES, Marco Aurélio; PROCIANOY, Jairo Laser. Os efeitos das decisões de investimento das empresas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais. **Revista de Administração da USP**. São Paulo, v 38, n 1, p. 5-14, jan./fev./mar., 2003.

ANTUNES, Maria Thereza Pompa; HAUCK, Ariane Sampaio; ARRUDA, Joice de Lima; KINOSHITA, Marcio Lyo; SHIMADA, Suzana Yumi. Estudo sobre Divulgação dos Investimentos em Capital Humano (Disclosure) e Desempenho Empresarial. 30º Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – AnPAD, **Anais**. Salvador, 23 a 27 de setembro de 2006.

ARECHAVALETA, Fernanda, WINKEL, Juliana. A nova cara do investidor. **Revista Amanhã, de 30 de setembro de 2008**. Disponível em :<http://www.amanha.com.br/NoticiaDetalhe.aspx?NoticiaID=76235903-4b1d-4d0d-9464-f47378fb831e>. Acesso em 11 de dezembro de 2008.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e o Valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BACEN. **Sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/sctvm.asp>. Acesso em 21 de abril de 2009.

BASTOS, Rodrigo Vaz Gomes; OLIVEIRA FILHO, Miguel Lopes de. Informação Externa sobre Capital Intelectual: Um estudo empírico no setor bancário espanhol. 1º Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – AnpCONT, **Anais**. Gramado, 17 e 19 de junho de 2007.

BEUREN, Ilse Maria (organizadora e colaboradora). **Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade: teoria e prática**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BOFF, Luiz Henrique; PROCIANOY, Jairo Laser; HOPPEN, Norberto. O Uso de Informações por Analistas de Investimentos na Avaliação de Empresas: à Procura de Padrões. **Revista de Administração Contemporânea**. São Paulo, v 10, n 4, p. 160-192, Out./Dez., 2006.

BM&FBOVESPA – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. **Regulamento do Novo Mercado**. Fevereiro, 2008. Disponível em: <http://www.BM&FBOVESPA.com.br/pdf/RegulamentoNMercado.pdf>, acesso em 21 de junho de 2008.

BM&FBOVESPA – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. **Regulamento Nível 2**. Fevereiro, 2008. Disponível em: <http://www.BM&FBOVESPA.com.br/pdf/RegulamentoNivel2.pdf>, acesso em 21 de junho de 2008.

BM&FBOVESPA – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. **Regulamento Nível 1**. Fevereiro, 2008. Disponível em: <http://www.BM&FBOVESPA.com.br/pdf/RegulamentoNivel1.pdf>, acesso em 21 de junho de 2008.

BM&FBOVESPA – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. **Regulamento BM&FBOVESPA Mais**. Fevereiro, 2008. Disponível em: <http://www.BM&FBOVESPA.com.br/pdf/RegulamentoBM&FBOVESPAMais.pdf>. Acesso em 05 de maio de 2009.

BM&FBOVESPA – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. **Índice BM&FBOVESPA: Definição e Metodologia**, 2008. Disponível em: <http://www.guerrilheiro.com.br/IBM&FBOVESPA.pdf>. Acesso em: 18 de fevereiro de 2010.

BM&FBOVESPA – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. **Corretoras**. Disponível em: <http://www.BM&FBOVESPA.com.br/Principal.asp>. Acesso em 21 de abril de 2009.

BM&FBOVESPA – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. **Carteira Teórica do IBM&FBOVESPA**, 2010. Disponível em: <http://www.bmfBM&FBOVESPA.com.br/indices/ResumoCarteiraQuadrimestre.aspx?Indice=IBM&FBOVESPA&idioma=pt-br>. Acesso em 18 de fevereiro de 2010.

BRASIL. **Lei das Sociedades por Ações**, Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, Consolidada. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm. Acesso em 13 de janeiro de 2010.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewarts C.. **Princípios de Finanças Empresariais**. 5 ed. Lisboa: McGraw-Hill, 1998.

CARDOSO, Ricardo Lopes; RICCIO, Edson; LOPES, Alesxandro Broedel. O Processo Decisório em um ambiente de informação contábil: Um estudo usando a teoria dos prospectos. **BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS**, São Leopoldo, n 5 , v 2, p. 85-95, mai./ago., 2008.

CARVALHO, Fernando Nitz de; ENSSLIN, Sandra Rolim. A evidenciação voluntária do capital intelectual: um estudo revisionista do contexto internacional. 6º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, **Anais**. São Paulo, 27 e 28 de julho, 2006.

CARVALHO, Fernando Nitz de; ENSSLIN, Sandra Rolim; IGARASHI, Deisy Cristina Corrêa. Evidenciação Voluntária do Capital Intelectual no Contexto Brasileiro: Cotejamento com os Contextos Internacional e Australiano. 30º Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – AnPAD, **Anais**. Salvador, 23 a 27 de setembro de 2006.

CASTRO, Miguel Angel Rivera; MARTINEZ, Antonio Lopo. *Income Smoothing* como Critério para Montagem de Carteiras: Evidências empíricas no mercado brasileiro. 32º Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – AnPAD, **Anais**. Rio de Janeiro, 6 a 10 de setembro de 2008.

CESAR, Jesuína Figueira; SILVA JÚNIOR, Annor da. A Relação entre a Responsabilidade Social e Ambiental com o Desempenho Financeiro: Um estudo empírico na BM&FBOVESPA no período de 1999 a 2006. 2º Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – AnpCONT, **Anais**. Salvador, 15 a 17 de junho de 2008.

CHEN, Mark A.; MARQUEZ, Robert. *Regulating securities analy*. **J. Finan. Intermediation**, n 18, p. 259–283, 2009.

COLLIS, Jill, HUSSEY, Roger. **Pesquisa em Administração** – Um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação. 2 ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

COLAUTO, Romualdo Douglas; NASCIMENTO, Paulo Savaget; AVELINO, Bruna Camargos; BISPO, Oscar Neto de Almeida. Evidenciação de Ativos Intangíveis Não-Adquiridos nos Relatórios da Administração das Companhias Listadas nos Níveis de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA. 32º Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – AnPAD, **Anais**. Rio de Janeiro, 6 a 10 de setembro de 2008.

COSTA JÚNIOR, Newton; LEAL, Ricardo Pereira Câmara; LEMGRUBER, Eduardo Facó (organizadores e colaboradores). **Mercado de Capitais**: Análise Empírica no Brasil. São Paulo: Atlas, 2000.

CORNETT, Marcia Millon; TEHRANIAN, Hassan; YALÇIN, Atakan. *Regulation fair disclosure and the market's reaction to analyst investment recommendation changes*. **Journal of Banking & Finance**, n 31, p. 567–588, 2007.

CPC, Comitê de Pronunciamentos Contábeis. **Estrutura Conceitual para a Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis**. Disponível em: http://www.cpc.org.br/pdf/pronunciamento_conceitual.pdf. Acesso em 02 de dezembro de 2008.

CPC, Comitê de Pronunciamentos Contábeis. **Apresentação das Demonstrações Contábeis**. Disponível em: http://www.cpc.org.br/pdf/CPC%2026_2010.pdf. Acesso em 13 de janeiro de 2010.

CVM, Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer de Orientação n. 15/87**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em 02 de dezembro de 2008.

CVM, Comissão de Valores Mobiliários. **O Sistema Financeiro Nacional**. Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acad%C3%AAmico/EntendendooMercadodeValoresMobili%C3%A1rios/OSistemaFinanceiroNacional/tabid/91/Default.aspx?controleConteudo=vie wRespConteudo&ItemID=332>. Acesso em 21 de abril de 2009.

CUNHA, Jacqueline Veneroso Alves da; RIBEIRO, Maisa de Souza. Divulgação Voluntária de Informações de Natureza Social: um estudo nas empresas brasileiras. 30º Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – AnPAD, **Anais**. Salvador, 23 a 27 de setembro de 2006.

CUSTÓDIO, Marcos Aurélio; TOLEDO FILHO, Jorge Ribeiro de; TINOCO, João Eduardo Prudêncio; ELIAS, Paulo Roberto. Caracterização da Governança Corporativa no Brasil e a Importância da Evidenciação nos informes Contábeis. **6º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, Anais**. São Paulo, 27 e 28 de julho, 2006.

DALMACIO, Flávia Zoboli; NOSSA, Valcemiro. A Teoria de Agência Aplicada aos Fundos de Investimento. **XXVII Encontro da ANPAD, Anais**. Atibaia, 24 a 27 de setembro, 2003.

DALMACIO, Flávia Zoboli; REZENDE, Amaury José; LIMA, Emanuel Marcos; MARTINS, Eliseu. A Relevância do Ativo diferido e do *Goodwill* no processo de avaliação de empresas Brasileiras. 7º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, **Anais**. São Paulo, 26 e 27 de julho, 2007.

DANTAS, José Alves; ZENDERSKY, Humberto Carlos; NIYAMA, Jorge Katsumi. A dualidade entre os benefícios do *Disclosure* e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. **XXVIII Encontro da ANPAD, Anais**. Curitiba, 25 a 29 de setembro, 2004.

DEDMAN, Elisabeth, LIN, Stephen W. J, PRAKASH, Arun J., CHANG, Chun-Hao. *Voluntary disclosure and its impact on share prices: Evidence from the UK biotechnology sector*. **Journal of Accounting and Public Policy**, n 27, p. 195-216, 2008.

DYE, Ronald A. *An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting*. **Journal of Accounting and Economics**, p. 181-235, 2001.

DIAS FILHO, José Maria. Políticas de Evidenciação Contábil: Um Estudo do Poder Preditivo e Explicativo da Teoria da Legitimidade. 31º Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – AnPAD, **Anais**. Rio de Janeiro, 22 a 26 de setembro de 2007.

ELTON, Edwin J.; GRUBER, Martin J.; BROWN, Stephen J. GOETZMANN, Willian N.. **Moderna Teoria de Carteiras e Análise de Investimentos**. São Paulo: Atlas, 2004.

FARIAS, Kelly Teixeira Rodrigues; RIBEIRO, Maisa de Souza. A Relação entre Divulgação Ambiental, Desempenho Ambiental e Desempenho Econômico nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto: Uma pesquisa utilizando equações simultâneas. 3º Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – AnpCONT, **Anais**. São Paulo, 10 a 12 de junho de 2009.

FINABANK. **BM&FBM&FBOVESPA divulga balanço de operações de 2009. 2010**. Disponível em: http://www.finabank.com.br/arquivos/BVMF%20BM&FBOVESPA%20Produtos%20e%20Balanco_anual%202009%20Auto%20Explicativo.pdf, acesso em: 23 de fevereiro de 2010.

GASPARINO, Marcela Fernandes. Análise de Relatórios de Sustentabilidade, com Ênfase na GRI: Comparação entre Empresas do Setor de Papel e Celulose dos Estados Unidos e Brasil. 30º Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – AnPAD, **Anais**. Salvador, 23 a 27 de setembro de 2006.

GALLON, Alessandra Vasconcelos. **Evidenciação Contábil nos Relatórios da Administração das Empresas Participantes dos Níveis de Governança da BM&FBOVESPA**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Regional de Blumenau. Blumenau, 2006.

GALLON, Alessandra Vasconcelos; BEUREN, Ilse Maria. Análise da Relação entre Evidenciação nos Relatórios da Administração e o Nível de Governança das Empresas na BM&FBOVESPA. 30º Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – AnPAD, **Anais**. Salvador, 23 a 27 de setembro de 2006.

GALLON, Alessandra Vasconcelos; BEUREN, Ilse Maria; HEIN, Nelson. Análise da Relação entre Evidenciação nos Relatórios da Administração e o Nível de Governança das Empresas na BM&FBOVESPA. *Revista de Informação Contábil*. **Revista de Informação Contábil**. Recife, v 1, n 2, p. 18-41, out./dez., 2007.

GIL, Antônio Carlos. **Como Elaborar Projetos e Pesquisa**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2006.

GONÇALVES; Rodrigo de Souza; WEFFORT, Elionor Farah Jreige; PELEIAS; Ivan Ricardo; GONÇALVES, Andréa de Oliveira. Proposta de Construção e Aplicação de um Índice para Avaliação do Social *Disclosure* por Empresas Brasileiras. 1º Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – AnpCONT, **Anais**. Gramado, 17 e 19 de junho de 2007.

GONÇALVES; Rodrigo de Souza; WEFFORT, Elionor Farah Jreige; GONÇALVES, Andrea de Oliveira. *Social Disclosure* das Empresas Brasileiras Listadas na NYSE e na BM&FBOVESPA: sua relação com os Níveis de Governança Corporativa. 31º Encontro da

Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – AnPAD, **Anais**. Rio de Janeiro, 22 a 26 de setembro de 2007.

GONÇALVES, Rosana C. M. Grillo; PIRANI, Diego Camargo; BORGER, Fernanda Gabriela. Qualidade das Informações sobre Responsabilidade Social Divulgadas pelos Bancos Privados com Ações Listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial da BM&FBOVESPA. 31º Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – AnPAD, **Anais**. Rio de Janeiro, 22 a 26 de setembro de 2007.

GOULART, André Moura Cintra. **Evidenciação Contábil do risco de Mercado por instituições financeiras no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Finanças) da Faculdade de Economia Administração, Ciências Contábeis e Atuariais da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2003.

GU, Zhaoyang; XUE, Jian. *The superiority and disciplining role of independent analysts*. **Journal of Accounting and Economics**, n 45, p. 289–316, 2008.

HAIR JR., Joseph F.; ANDERSON, Rolph E.; TATHAM, Ronald L.; BLACK, William C.. **Análise Multivariada de Dados**. 5 ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HENDRIKSEN, Eldon S & VAN BREDA, Michael F. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

HOPWOOD, Anthony G.. *Accounting and the environment*. **Accounting, Organizations and Society**, n 34, p. 433–439, 2009.

HUGHES, Susan B.; SANDER, James F.; SNYDER, Jillian K.. *Critical accounting policy and estimate disclosures: Company response to the evolving SEC guidance*. **Research in Accounting Regulation**, n 21, p. 19–33, 2009.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 3 ed, 2004. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>. Acesso em 24 de junho de 2008.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da Contabilidade**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBECKE, Ernesto Rubens. **Manual de contabilidade das sociedades por ações: aplicável às demais sociedades**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H.. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. **Journal of Financial Economics**, v 3, n 4, p. 305–360, October, 1976.

KAHNEMAN, Daniel; TVERSKY, Amos. *Prospect theory: an analysis of decision under risk*. **Econometrica**. v 47, n 2, p. 263–291, mar., 1979.

KRISHNAMOORTHY, Ganesh; MARONEY, James J.; HÓGARTAIGH, Ciarán Ó. *20-F reconciliations and investment recommendations by financial professional*. **Journal of Business Research**, n 61, p. 355–362, 2008.

LANZANA, Ana Paula; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; FAMÁ, Rubens. Existe Relação entre Disclosure e Governança Corporativa no Brasil? 30º Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – AnPAD, **Anais**. Salvador, 23 a 27 de setembro de 2006.

LEITE, Rita Mara; RIBEIRO, Roberto Rivelino Martins; PACHECO, Vicente. Evidenciação do Passivo Ambiental e Interação das Empresas com o Meio Ambiente. 1º Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – AnpCONT, **Anais**. Gramado, 17 e 19 de junho de 2007.

LEE, Philip; STOKES, Donald; TAYLOR, Stephen; WALTER, Terry. *The association between audit quality, accounting disclosures and firm-specific risk: Evidence from initial public offerings*. **Journal of Accounting and Public Policy**, n 22, p. 377–400, 2003.

LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de; LIMA, Iran Siqueira; FÁVERO, Luiz Paulo Lopes; GALDI, Fernando Caio. Influência do Disclosure Voluntário no Custo de Capital de Terceiros. 7º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. São Paulo, 26 e 27 de julho, 2007.

LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de; LIMA, Iran Siqueira; FÁVERO, Luiz Paulo Lopes; MALACRIDA, Mara Jane Contrera. Nível de Evidenciação x Custo da Dívida das Empresas Brasileiras. 32º Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – AnPAD, **Anais**. Rio de Janeiro, 6 a 10 de setembro de 2008.

LIN, Hsiou-wei; MCNICHOLS, Maureen F.. *Underwriting relationships, analysts' earnings forecasts and investment recommendations*. **Journal of Accounting and Economics**, n 25, p. 101-127, 1998.

LINDSTAEDT, Ângela Rozane de Souza; OTT, Ernani. Evidenciação de Informações Ambientais pela Contabilidade: Um estudo comparativo entre as normas internacionais (ISAR/UNCTAD), norte-americanas e brasileiras. 1º Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – AnpCONT, **Anais**. Gramado, 17 e 19 de junho de 2007.

LOPES, Alexsandro Broedel; MARTINS, Eliseu. **Teoria da Contabilidade**: Uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2005.

LOPES, Alexsandro Broedel; IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria Avançada da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2008.

MACEDO, Marcelo Álvaro da Silva; FONTES, Patrícia Vivas da Silva. Análise do Comportamento Decisório de Analistas Contábil-Financeiros: um estudo com base na Teoria da Racionalidade Limitada. **XXXII Encontro da ANPAD, Anais**. Rio de Janeiro, 06 a 10 de setembro, 2008.

MALHOTRA, Naresh K. **Pesquisa de Marketing**: Uma orientação aplicada. 4 ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.

MARCONI, Marina de Andrade, LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos de Metodologia Científica**. 6 ed. 6 reimpr. São Paulo: Atlas, 2008.

MECA, Emma García; MARTÍNEZ, Isabel. *The use of intellectual capital information in investment decisions An empirical study using analyst reports*. **The International Journal of Accounting**, n 42, p. 57–81, 2007.

MENDONÇA NETO, Octavio Ribeiro de; RICCIO, Edson Luiz. A Qualidade da Informação Contábil e o Risco de Liquidez de Mercado. 1º Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – AnpCONT, **Anais**. Gramado, 17 e 19 de junho de 2007.

MONTEIRO, Paulo Roberto Anderson; FERREIRA, Araceli Cristina de Sousa. A Evidenciação da Informação Ambiental nos Relatórios Contábeis: Um Estudo Comparativo com o Modelo do ISAR/UNCTAD. 30º Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – AnPAD, **Anais**. Salvador, 23 a 27 de setembro de 2006.

MÚRCIA, Fernando Dal-Ri; SANTOS, Ariovaldo dos. Fatores Determinantes do Nível de *Disclosure* Voluntário das Companhias Abertas no Brasil. 3º Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – AnpCONT, **Anais**. São Paulo, 10 a 12 de junho de 2009.

MÚRCIA, Fernando Dal-Ri; SANTOS, Ariovaldo dos; SOUZA, Flávia Cruz de. *Social and Environmental Disclosure Practices of Brazilian Companies*. 3º Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – AnpCONT, **Anais**. São Paulo, 10 a 12 de junho de 2009.

NAKAMURA, Wilson Toshiro; GOMES, Elizabeth Alves; ANTUNES, Maria Thereza Pompa; MARÇAL, Émerson Fernandes. Estudo sobre os Níveis de *Disclosure* Adotados pelas Empresas Brasileiras e seu Impacto no Custo de Capital. 30º Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – AnPAD, **Anais**. Salvador, 23 a 27 de setembro de 2006.

NASCIMENTO, Marília; COSTA, Fábio Moraes da; LOPES, Alexsandro Broedel; Luiz PEREIRA, Claudio dos Santos; Gonçalves; Ivone Luiz. Análise do Conteúdo Informacional do Resultado Contábil em US-GAAP: Um Estudo de Evento em Companhias Abertas Brasileiras que Negociam ADRs na Bolsa de Nova Iorque. 31º Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – AnPAD, **Anais**. Rio de Janeiro, 22 a 26 de setembro de 2007.

NASCIMENTO; Artur Roberto do; SANTOS, Ariovaldo dos; SALOTTI, Bruno Meirelles; MÚRCIA, Fernando Dal-Ri. *Disclosure Social e Ambiental: A produção científica veiculada em periódicos de língua inglesa entre 1997 e 2007*. 2º Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – AnpCONT, **Anais**. Salvador, 15 a 17 de junho de 2008.

NORBY, William C.; STONE, Frances G.. *Objectives of Financial Accounting and Reporting from the Viewpoint of the Financial Analyst*. **Financial Analysts Journal**. p. 39-81, July/August, 1972.

OTT, Ernani, GONÇALVES, Odair. Pesquisa sobre Evidenciação Contábil nas Companhias de Capital Aberto com Atuação no Brasil. IX Convenção de Contabilidade do Rio Grande do Sul, **Anais**. Gramado – RS, de 13 à 15 de agosto, 2003.

OTT, Ernani; BACKES, Rosemary Gelatti, WIETHAEUPER, Daniela. Informações sobre Capital Intelectual Evidenciadas pelas Companhias Abertas Listadas em Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA. 5º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, **Anais**. São Paulo, 10 e 11 de outubro, 2005.

PAULO, Edilson; LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de; LIMA, Iran Siqueira. A influência da cobertura dos analistas financeiros sobre o gerenciamento de resultados das companhias abertas brasileiras. 6º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, **Anais**. São Paulo, 27 e 28 de julho, 2006.

PAULO, Edilson; MARTINS, Eliseu. Análise da Qualidade das Informações Contábeis nas Companhias Abertas. 31º Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – AnPAD, **Anais**. Rio de Janeiro, 22 a 26 de setembro de 2007.

PEREIRA, Dimmitre Morant Vieira Gonçalves; LOPES, Jorge Expedito de Gusmão; PEDERNEIRAS, Marcleide Maria Macedo; SANTOS, Ruthberg dos. Um Estudo sobre a Relação entre o Lucro Contábil e o Disclosure das Companhias Abertas do Setor de Materiais Básicos: Evidências empíricas no mercado brasileiro de capitais. 2º Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – AnpCONT, **Anais**. Salvador, 15 a 17 de junho de 2008.

PROCIANOY, Jairo Laser; ROCHA, Carlos Fernando Paleo da. Disclosure das CIAs Abertas: Um estudo exploratório do departamento de Relações com Investidores. 26º Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – AnPAD, **Anais**. Salvador, 22 a 25 de setembro, 2002.

PRUX JÚNIOR, Jaime Luiz. **Assimetria Informacional e Precificação das Ações das Empresas negociadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo**: Evidências a partir da faculdade de divulgar demonstrações contábeis em moeda constante a partir de 1996. Dissertação (Mestrado em Administração) do Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 1998.

RAMNATH, Sundaresh; ROCK, Steve; SHANE, Philip. *The financial analyst forecasting literature: A taxonomy with suggestions for further research*. **International Journal of Forecasting**, n 24, p. 34–75, 2008.

REA, Louis M., PARKER, Richard A. **Metodologia de Pesquisa** – Do Planejamento à Execução. São Paulo: Thomson Learning, 2002.

REIS, Danilo José Santana dos; COSTA, Fábio Moraes da. A Relevância da Informação Contábil em Período de Crises Macroeconômicas. 3º Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – AnpCONT, **Anais**. São Paulo, 10 a 12 de junho de 2009.

REZENDE, Amaury José; BATSTELLA, Flávio Donizete; DALMÁCIO, Flávia Zóboli; BRITO, Giovani Antonio Silva. A Relevância da Informação Contábil no Mercado de Ações Brasileiro: Uma Análise Informação Societária e Informação Corrigida. 32º Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – AnPAD, **Anais**. Rio de Janeiro, 6 a 10 de setembro de 2008.

ROBBINS, Stephen. P.; DECENZO, David A. **Fundamentos de Administração**: conceitos essenciais e aplicações. São Paulo: Prentice Hall, 2004.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D.. **Princípios de Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 2000.

ROVER, Suliani; MURCIA, Fernando Dal-Ri. BORBA, José Alonso. Divulgação de Informações Ambientais nas Demonstrações Contábeis: Um estudo exploratório sobre o *Disclosure* das empresas brasileiras pertencentes a setores de alto impacto ambiental. 2º Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – AnpCONT, **Anais**. Salvador, 15 a 17 de junho de 2008.

ROVER, Suliani; TOMAZZIA, Eduardo Cardeal; MURCIA, Fernando Dal-Ri. BORBA, José Alonso. Explicações para a Divulgação Voluntária Ambiental no Brasil utilizando Análise de Regressão em Painel. 3º Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – AnpCONT, **Anais**. São Paulo, 10 a 12 de junho de 2009.

RYAN, Paul; TAFFLER, Richard J.. *Do brokerage houses add value? The market impact of UK sell-side analyst recommendation changes*. **The British Accounting Review**, n 38, p. 371–386, 2006.

SACHENTIN, Henrique Martins. **Análise Técnica: Um Estudo da Confiabilidade dos Principais Indicadores de Análise Técnica, Aplicados as Ações mais Negociadas na BM&FBOVESPA no período de 1995 a 2005**. Dissertação (Mestrado em Administração) do Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Curitiba, 2006.

SCOTÁ, Renato. O Uso do Conteúdo Descritivo dos Relatórios da Administração para Inferência da Continuidade das Empresas. 3º Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – AnpCONT, **Anais**. São Paulo, 10 a 12 de junho de 2009.

SANTOS, Giovane Zanardo dos. **Independência do Conselho de Administração e sua Relação com o Desempenho da Empresa**. Dissertação (Mestrado em Administração) do Centro de Pesquisa e Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Paraná, Porto Alegre, 2002.

SCARPIN, Jorge Eduardo; PINTO, Juliana; BOFF, Marines Lúcia. A relevância da informação contábil e o mercado de capitais: uma análise empírica das empresas listadas no índice Brasil. 7º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, **Anais**. São Paulo, 26 e 27 de julho, 2007.

SILVA, Adolfo Henrique Coutinho e; SANCOVSCHI, Moacir. Evidenciação Social Corporativa: Estudo de Caso Da Empresa Petróleo Brasileiro S.A. 30º Encontro da

Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – AnPAD, **Anais**. Salvador, 23 a 27 de setembro de 2006.

SILVA, Anderson Soares; FONSECA, Ana Carolina P. D. da. Capital Intelectual e Tomada de Decisão: Uma estreita relação 1º Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – AnpCONT, **Anais**. Gramado, 17 e 19 de junho de 2007.

SILVA, César Augusto Tibúrcio; RODRIGUES, Fernanda Fernandes. Análise das Variáveis que Influenciam as Informações Divulgadas nos Relatórios da Administração das Companhias Abertas Brasileiras: um estudo empírico nos anos de 2001 a 2003. 6º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, **Anais**. São Paulo, 27 e 28 de julho, 2006.

SILVA, Fabiana Lopes da; CHAN, Betty Lilian; FURUTA, Fernanda; MARTINS, Gilberto de Andrade. Influências do Controle Acionário no Disclosure de Informações Contábeis. 31º Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – AnPAD, **Anais**. Rio de Janeiro, 22 a 26 de setembro de 2007.

SILVA, Letícia Medeiros da. **A Influência da Lei Sarbanes-Oxley e o do Código Civil Brasileiro nos Controles Internos de Empresas Localizadas no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2007.

SILVA, Raimundo Nonato Sousa; COELHO, Paulo Sérgio de Sousa; LUZ, Sandro Gomes. Impacto da Divulgação do Índice de Sustentabilidade Empresarial sobre os Preços das Ações: Um estudo de eventos nos anos de 2005 a 2007. 8º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, **Anais**. São Paulo, 24 e 25 de julho, 2008.

SILVA, Wesley Mendes da. Disseminação Voluntária de Informações Financeiras e Práticas de Governança Corporativa em *Websites* Corporativos: Um Estudo Empírico com Empresas Listadas na BM&FBOVESPA. 30º Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – AnPAD, **Anais**. Salvador, 23 a 27 de setembro de 2006.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração) do Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. Tese (Doutorado em Administração) do Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMA, Rubens. Estrutura de Governança e Valor das Companhias Abertas Brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v 43, n 3, p.50-64, jul./set. 2003.

SIMON, Herbert. **Comportamento Administrativo**: Estudo dos processos decisórios nas organizações administrativas. 3 ed. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1979.

SOUZA, Milanez Silva de; FAMÁ, Rubens. Leasing como instrumento de Desenvolvimento Econômico. **Caderno de Pesquisa em Administração – USP**. São Paulo, v 1, n 4, p. 62-76, 1º sem. 1997.

SOARES, Francisco de Assis; ABREU, Mônica Cavalcanti Sá de; SAMPAIO, Jossandra do Carmo. A Relação entre a Evidenciação Ambiental e a Performance Econômica na Indústria Siderúrgica Brasileira. 30º Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – AnPAD, **Anais**. Salvador, 23 a 27 de setembro de 2006.

TAFFAREL, Marinês; CHEROBIM, Ana Paula M. Szabo; PACHECO, Vicente; GERIGK, Willson. Risco e retorno: estudo comparativo das ações da CEMIG e demais empresas de energia elétrica listadas na BM&FBOVESPA. **Congresso Internacional de Administração**. Ponta Grossa, de 08 a 12 de setembro, 2008.

TOLEDO FILHO, Jorge Ribeiro de. **Introdução ao mercado de capitais brasileiro**. São Paulo: Scortecci, 2001.

TENORIO, Juliene Gama; LIBONATI, Jeronymo José; LAGIOIA, Umbelina Cravo Teixeira; MACIEL, Carolina Veloso. Controle Interno: um Estudo Sobre a sua Participação na Tomada de Decisão de Investimento no Mercado de Capitais Brasileiro. 32º Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – AnPAD, **Anais**. Rio de Janeiro, 6 a 10 de setembro de 2008.

WERNECK, Márcio Alessandro; NOSSA, Sylvania Neris; FERREIRA, Eric Serrano; LEDO, Bruno Cesar Auríchio. Estratégia de Investimentos Baseada em Informações Contábeis: Modelo Residual *Income Valuation* - Ohlson *versus* R-score – PIOTROSKI. 2º Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – AnpCONT, **Anais**. Salvador, 15 a 17 de junho de 2008.

VAZ, Andréia Carneiro; GONÇALVES, Rodrigo de Souza; NIYAMA, Jorge Katsumi; GONÇALVES, Andréa de Oliveira. Análise comparativa sobre informações voluntárias divulgadas: o social disclosure das empresas latino-americanas listadas na Nyse. 32º Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – AnPAD, **Anais**. Rio de Janeiro, 6 a 10 de setembro de 2008.

VENDRUSCOLO, Maria Ivanice; ALVES; Tiago Wickstrom. Demonstrações Contábeis como Instrumento de Análise dos Custos de Produção do Setor de Telefonia Móvel no Brasil. 1º Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – AnpCONT, **Anais**. Gramado, 17 e 19 de junho de 2007.

VERGOOSSEN, R *Changes in Accounting Policies and investment analysts' fixation on accounting figures*. **Accounting, Organizations and Society**. G. A. , v 22, n 6, p. 589-607, 1997.

ZANINI, Francisco; ZANI, João. **Curso Básico de Finanças**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

ZHOU, Haiyan. *Auditing standards, increased accounting disclosure, and information asymmetry: Evidence from an emerging market*. **Journal of Accounting and Public Policy**, p. 584-620, 2007.

APÊNDICES

Apêndice 1 – Carta Convite a participação da Pesquisa

São Leopoldo, 02 de outubro de 2009.

Prezado Senhor

Conforme contato por telefone, estamos enviando o instrumento de coleta de dados no **link abaixo** cujas respostas serão utilizadas na elaboração da Dissertação de Mestrado desenvolvida por Marcia Borges Umpierre, aluna do Curso de Pós Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS), sob minha orientação. Nesse sentido, gostaríamos que o referido instrumento fosse respondido por V.Sa., contribuindo assim de forma decisiva na elaboração da Dissertação.

O estudo objetiva analisar como as informações voluntárias disponibilizadas pelas companhias são utilizadas pelas Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários na avaliação e recomendação de investimentos em ações.

Cabe salientar que as respostas fornecidas serão tratadas com sigilo absoluto, e serão trabalhadas em seu aspecto global, nunca de forma específica ou se reportando a uma corretora em particular.

Visando o atendimento dos prazos estabelecidos para o desenvolvimento da pesquisa, solicitamos que o questionário seja respondido **até o dia 30/10/2009. O tempo previsto de resposta é de 15 minutos**, validado de acordo com o pré-teste do instrumento.

Os contatos poderão ser feitos com a aluna por e-mail: marciaumpierre2003@yahoo.com.br, mbumpierre@unisinobr ou, ainda, pelo fone: (51) 85067583.

Agradecemos a vossa colaboração e permanecemos à disposição para prestar quaisquer informações adicionais.

Atenciosamente

Ernani Ott

Coordenador Executivo do PPG em Ciências Contábeis – UNISINOS

Orientador da Dissertação

Link do instrumento de coleta de dados:

http://spreadsheets.google.com/viewform?hl=pt_BR&formkey=cnE1X05GdGRNajh0aXlvSG8wYUhmWGc6MA..

Apêndice 2 – Instrumento de Coleta de Dados

O Relatório da Administração faz parte do conjunto de informações que as empresas são obrigadas a apresentar anualmente ao mercado e é regulamentado pela Lei 6.404/76. Neste documento a administração tem a possibilidade de apresentar informações sobre as atividades desenvolvidas pela empresa durante o exercício social que não estão contidas nas demonstrações contábeis, e ainda apresentar informações do resultado econômico-financeiro que devem ser mais exploradas. A Comissão de Valores Mobiliários, por meio do Parecer de Orientação 15/87, apresenta sugestões sobre o que as empresas podem divulgar em seus relatórios, alegando que "a divulgação de informações úteis, fidedignas e detalhadas, que possibilitem o conhecimento da companhia e de seus objetivos e políticas, é um direito essencial do acionista".

Perfil do Respondente

Função na Corretora:

Formação: () Graduação () Pós-Graduação

Área de Formação: () Contabilidade () Administração de Empresas () Economia () Direito
() Engenharia () Outros Cite: _____

Tempo de atuação na função: () até 2 anos () de 2 a 5 anos () de 5 a 10 anos () mais de 10 anos

Tipo de análise que realiza:

() Tecnista (Grafista) () Fundamentalista

Em relação aos tópicos deste instrumento, pedimos que seja assinalado com um "X" a coluna correspondente o seu nível de concordância com as afirmações constantes.

1 - Concordo Plenamente 2 - Concordo 3 - Indiferente 4 - Discordo 5 - Discordo Plenamente

1 - Com relação ao Relatório da Administração de forma geral podem ser feitas as seguintes afirmações:	1	2	3	4	5
1.1 - É um documento que contém informações relevantes para a avaliação de empresas.					
1.2 - Contém informações sucintas, mas necessárias.					
1.3 - É uma peça importante para a avaliação e recomendação de aquisição de ações.					
As afirmações a seguir são referentes a utilização de informações que são relevantes para a recomendação de aquisição de ações.					
2 - Descrição dos Negócios, produtos e serviços que podem influenciar a recomendação pela compra de ações da empresa.	1	2	3	4	5
2.1 - Histórico das vendas físicas dos últimos dois anos.					
2.2 - Vendas em moeda de poder aquisitivo da data do encerramento do exercício social.					
2.3 - Descrição e análise por segmento ou linha de produto.					
3 - Conjuntura Econômica e Geral	1	2	3	4	5
3.1 - Informações sobre a concorrência nos mercados.					
3.2 - Os atos governamentais que afetam a companhia.					
3.3 - Fatores exógenos relevantes sobre o desempenho da companhia.					
4 - Recursos Humanos	1	2	3	4	5
4.1 - Número de empregados no término dos dois últimos exercícios e o <i>turnover</i> .					
4.2 - Segmentação da mão-de-obra segundo a localização geográfica.					
4.3 - Nível educacional e investimentos em treinamentos.					
4.4 - Fornecimento por parte da empresa de fundos de seguridade e planos sociais.					

5 - Investimentos	1	2	3	4	5
5.1 - Descrição dos principais investimentos realizados.					
5.2 - Os objetivos pelos quais tais investimentos foram ou estão sendo realizados.					
5.3 - A apresentação dos montantes e origens dos recursos alocados.					
6 - Pesquisa e Desenvolvimento	1	2	3	4	5
6.1 - descrição sucinta dos projetos					
6.2 - recursos alocados					
6.3 - montantes aplicados					
6.4 - situação dos projetos					
7 - Novos Produtos e Serviços	1	2	3	4	5
7.1 - Descrição de Novos Produtos e Serviços					
7.2 - Expectativas em relação a novos produtos e serviços					
8 - Proteção ao Meio-Ambiente	1	2	3	4	5
8.1 - descrição					
8.2 - objetivo dos investimentos efetuados					
8.3 - montante aplicado					
9 - Reformulações Administrativas	1	2	3	4	5
9.1 - descrição das mudanças administrativas					
9.2 - reorganizações societárias					
9.3 - programas de racionalização					
10 - Direitos dos acionistas	1	2	3	4	5
10.1 - políticas relativas à distribuição de direitos					
10.2 - desdobramentos e grupamentos					
11 - Dados do Mercado e Liquidez das Ações	1	2	3	4	5
11.1 - valor patrimonial por ação					
11.2 - negociação e cotação das ações em Bolsa de Valores					
12 - Perspectivas e planos para o exercício em curso e vindouros	1	2	3	4	5
12.1 - expectativa da administração quanto ao exercício corrente					
12.2 - premissas e fundamentos explicitamente colocados					
12.3 - informação não se confunde com projeções por não ser quantificada					
13 - Governança Corporativa	1	2	3	4	5
13.1 - Composição do Conselho de Administração					
13.2 - Forma de Distribuição de Dividendos					
13.3 - Auditoria Independente					
14 - Resultados Financeiros	1	2	3	4	5
14.1 - EBITDA					
14.2 - Apresentação dos resultados e comparações com anos anteriores					
14.3 - Recusos Intangíveis					
14.4 - Impostos e Contribuições					
15 - Estratégias	1	2	3	4	5
15.1 - Valores da Organização					
15.2 - Objetivos e Metas Estratégicas					
15.3 - Abordagem de Mercado					

16 - Com relação as ferramentas e a forma de análise das informações no mercado, podem ser consideradas as seguintes questões.	1	2	3	4	5
16.1 - As informações disponibilizadas ao mercado tem um papel fundamental na precificação das ações.					
16.2 - A análise fundamentalista é essencial para a recomendação de aquisições de ações.					
16.3 - A análise técnica ou grafista é uma forma eficiente para a recomendação de aquisição de ações.					
16.4 - A utilização conjunta da análise fundamentalista com a grafista permitem uma recomendação mais aprimorada.					
16.5 - As informações apresentadas pela companhias de forma voluntária aumentam a probabilidade de recomendação de compras de ações.					
17 - Relacione 10 empresas que atualmente são acompanhadas pela corretora:					
17.1 -					
17.2 -					
17.3 -					
17.4 -					
17.5 -					
17.6 -					
17.7 -					
17.8 -					
17.9 -					
17.10 -					
18 - Relacione outras informações que são relevantes para auxiliar na recomendação e aquisição de ações que não					
18.1 -					
18.2 -					
18.3 -					
18.4 -					
18.5 -					
18.6 -					
18.7 -					
18.8 -					
18.9 -					
18.10 -					

Apêndice 3 – Análise das informações voluntárias evidenciadas nos RA's.

Empresas	Descrição dos Negócios, produtos e serviços			Total
	Histórico das vendas físicas dos últimos dois anos.	Vendas em moeda de poder aquisitivo da data do encerramento do exercício social.	Descrição e análise por segmento ou linha de produto.	
Petrobrás	1	1	1	3
Vale S.A.	0	1	1	2
Gerdau S.A.	0	0	0	0
B. do Brasil S.A.	1	1	1	3
Usiminas	1	1	1	3
Itaú Unibanco Hold. S.A.	1	1	1	3
CIA Siderúrgica Nacional	1	1	1	3
WEG S.A.	0	1	1	2
Banco Bradesco S.A.	1	1	1	3
Centrais Elet Bras S.A. - Eletrobrás	1	1	1	3
Randon S.A. Implementos e Part.	1	1	1	3
Total	8	10	10	28

Empresas	Comentários sobre a conjuntura econômica geral			Total
	Informações sobre a concorrência nos mercados.	Os atos governamentais que afetam a companhia.	Fatores exógenos relevantes sobre o desempenho da companhia.	
Petrobrás	1	1	1	3
Vale S.A.	0	1	1	2
Gerdau S.A.	0	0	0	0
B. do Brasil S.A.	1	1	1	3
Usiminas	1	1	1	3
Itaú Unibanco Hold. S.A.	1	1	1	3
CIA Siderúrgica Nacional	1	1	1	3
WEG S.A.	1	0	1	2
Banco Bradesco S.A.	0	1	1	2
Centrais Elet Bras S.A. - Eletrobrás	0	1	1	2
Randon S.A. Implementos e Part.	1	1	1	3
Total	7	9	10	26

Empresas	Recursos Humanos				Total
	Número de empregados no término dos dois últimos exercícios e o turnover.	Segmentação da mão-de-obra segundo a localização geográfica.	Nível educacional e investimentos em treinamentos.	Fornecimento por parte da empresa de fundos de segurança e planos sociais.	
Petrobrás	1	1	1	1	4
Vale S.A.	1	1	0	0	2
Gerdau S.A.	0	0	0	0	0
B. do Brasil S.A.	1	0	0	1	2
Usiminas	1	0	1	1	3
Itaú Unibanco Hold. S.A.	1	0	1	1	3
CIA Siderúrgica Nacional	1	0	1	1	3
WEG S.A.	0	0	0	0	0
Banco Bradesco S.A.	1	0	1	1	3
Centrais Elet Bras S.A. - Eletrobrás	1	0	1	1	3
Randon S.A. Implementos e Part.	0	0	0	0	0
Total	8	2	6	7	23

Investimentos				
Empresas	Descrição dos principais investimentos realizados.	Os objetivos pelos quais tais investimentos foram ou estão	A apresentação dos montantes e origens dos recursos	Total
Petrobrás	1	1	1	3
Vale S.A.	1	1	1	3
Gerdau S.A.	1	0	0	1
B. do Brasil S.A.	1	1	1	3
Usiminas	1	1	1	3
Itaú Unibanco Hold. S.A.	1	1	0	2
CIA Siderúrgica Nacional	1	1	1	3
WEG S.A.	1	1	1	3
Banco Bradesco S.A.	1	1	1	3
Centrais Elet Bras S.A. - Eletrobrás	1	1	1	3
Randon S.A. Implementos e Part.	1	0	1	2
Total	11	9	9	29

Pesquisa e Desenvolvimento					
Empresas	Descrição sucinta dos projetos	Recursos alocados	Montantes aplicados	Situação dos projetos	Total
Petrobrás	1	1	1	1	4
Vale S.A.	1	1	1	1	4
Gerdau S.A.	0	0	0	0	0
B. do Brasil S.A.	0	0	0	0	0
Usiminas	1	1	1	1	4
Itaú Unibanco Hold. S.A.	0	0	0	0	0
CIA Siderúrgica Nacional	1	0	1	0	2
WEG S.A.	0	0	1	0	1
Banco Bradesco S.A.	0	0	0	0	0
Centrais Elet Bras S.A. - Eletrobrás	1	1	1	1	4
Randon S.A. Implementos e Part.	1	1	1	0	3
Total	6	5	7	4	22

Novos Produtos e Serviços			
Empresas	Descrição de novos produtos	Serviços e expectativas a eles	Total
Petrobrás	1	1	2
Vale S.A.	0	0	0
Gerdau S.A.	0	0	0
B. do Brasil S.A.	0	0	0
Usiminas	1	1	2
Itaú Unibanco Hold. S.A.	0	0	0
CIA Siderúrgica Nacional	0	0	0
WEG S.A.	1	1	2
Banco Bradesco S.A.	1	1	2
Centrais Elet Bras S.A. - Eletrobrás	0	1	1
Randon S.A. Implementos e Part.	0	1	1
Total	4	6	10

Proteção ao Meio-Ambiente				
Empresas	Descrição	Objetivo dos investimentos efetuados	Montante aplicado	Total
Petrobrás	1	1	1	3
Vale S.A.	1	1	1	3
Gerdau S.A.	0	0	0	0
B. do Brasil S.A.	1	0	0	1
Usiminas	1	1	1	3
Itaú Unibanco Hold. S.A.	1	1	0	2
CIA Siderúrgica Nacional	1	1	1	3
WEG S.A.	0	0	0	0
Banco Bradesco S.A.	1	1	1	3
Centrais Elet Bras S.A. - Eletrobrás	1	1	1	3
Randon S.A. Implementos e Part.	0	1	0	1
Total	8	8	6	22

Reformulações Administrativas				
Empresas	Descrição das mudanças administrativas	Reorganizações societárias	Programas de racionalização	Total
Petrobrás	1	1	1	3
Vale S.A.	0	0	0	0
Gerdau S.A.	0	0	0	0
B. do Brasil S.A.	0	1	1	2
Usiminas	1	0	1	2
Itaú Unibanco Hold. S.A.	1	1	1	3
CIA Siderúrgica Nacional	1	1	1	3
WEG S.A.	0	0	0	0
Banco Bradesco S.A.	1	1	1	3
Centrais Elet Bras S.A. - Eletrobrás	1	1	1	3
Randon S.A. Implementos e Part.	0	0	1	1
Total	6	6	8	20

Direitos dos acionistas			
Empresas	Políticas relativas à distribuição de	Desdobramentos e grupamentos	Total
Petrobrás	1	1	2
Vale S.A.	1	0	1
Gerdau S.A.	1	0	1
B. do Brasil S.A.	1	0	1
Usiminas	1	0	1
Itaú Unibanco Hold. S.A.	0	0	0
CIA Siderúrgica Nacional	1	1	2
WEG S.A.	1	0	1
Banco Bradesco S.A.	1	1	2
Centrais Elet Bras S.A. - Eletrobrás	1	1	2
Randon S.A. Implementos e Part.	0	1	1
Total	9	5	14

Dados do mercado e Liquidez das Ações			
Empresas	Valor patrimonial por ação	Negociação e cotação das ações em Bolsa de	Total
Petrobrás	1	1	2
Vale S.A.	0	1	1
Gerdau S.A.	0	1	1
B. do Brasil S.A.	1	1	2
Usiminas	1	1	2
Itaú Unibanco Hold. S.A.	1	1	2
CIA Siderúrgica Nacional	0	1	1
WEG S.A.	0	0	0
Banco Bradesco S.A.	1	1	2
Centrais Elet Bras S.A. - Eletrobrás	0	1	1
Randon S.A. Implementos e Part.	1	1	2
Total	6	10	16

Perspectivas e planos para o exercício em curso e vindouros				
Empresas	Expectativa da administração quanto ao exercício corrente	Premissas e fundamentos explicitamente colocados	Informação não se confunde com projeções por não ser	Total
Petrobrás	1	1	1	3
Vale S.A.	1	1	1	3
Gerdau S.A.	1	0	1	2
B. do Brasil S.A.	1	1	1	3
Usiminas	1	1	1	3
Itaú Unibanco Hold. S.A.	1	1	1	3
CIA Siderúrgica Nacional	1	1	1	3
WEG S.A.	1	1	1	3
Banco Bradesco S.A.	1	1	1	3
Centrais Elet Bras S.A. - Eletrobrás	1	1	1	3
Randon S.A. Implementos e Part.	1	1	1	3
Total	11	10	11	32

Governança Corporativa				
Empresas	Composição do Conselho de Administração	Forma de Distribuição de Dividendos	Auditoria Independente	Total
Petrobrás	1	1	1	3
Vale S.A.	1	1	0	2
Gerdau S.A.	0	1	1	2
B. do Brasil S.A.	1	1	1	3
Usiminas	0	1	1	2
Itaú Unibanco Hold. S.A.	1	0	1	2
CIA Siderúrgica Nacional	1	1	1	3
WEG S.A.	1	1	0	2
Banco Bradesco S.A.	0	1	1	2
Centrais Elet Bras S.A. - Eletrobrás	1	1	1	3
Randon S.A. Implementos e Part.	0	1	1	2
Total	7	10	9	26

Resultados Financeiros					
Empresas	EBITDA	Apresentação dos resultados e comparações com anos anteriores			Total
		Recursos Intangíveis	Impostos e Contribuições		
Petrobrás	1	1	1	1	4
Vale S.A.	1	1	0	0	2
Gerdau S.A.	0	1	0	0	1
B. do Brasil S.A.	0	1	0	0	1
Usiminas	1	1	0	0	2
Itaú Unibanco Hold. S.A.	0	1	0	1	2
CIA Siderúrgica Nacional	1	1	0	1	3
WEG S.A.	1	1	0	0	2
Banco Bradesco S.A.	0	1	1	1	3
Centrais Elet Bras S.A. - Eletrobrás	1	1	0	0	2
Randon S.A. Implementos e Part.	1	1	0	1	3
Total	7	11	2	5	25

Estratégias				
Empresas	Valores da Organização	Objetivos e Metas Estratégicas	Abordagem de Mercado	Total
Petrobrás	1	1	1	3
Vale S.A.	1	1	1	3
Gerdau S.A.	0	0	1	1
B. do Brasil S.A.	1	1	1	3
Usiminas	1	1	1	3
Itaú Unibanco Hold. S.A.	1	1	1	3
CIA Siderúrgica Nacional	1	1	1	3
WEG S.A.	0	1	1	2
Banco Bradesco S.A.	1	1	1	3
Centrais Elet Bras S.A. - Eletrobrás	1	1	1	3
Randon S.A. Implementos e Part.	1	1	1	3
Total	9	10	11	30

Empresas	Descrição dos Negócios, produtos e serviços	Comentários sobre a conjuntura econômica geral	Recursos Humanos	Investimentos	Pesquisa e Desenvolvimento	Novos Produtos e Serviços	Proteção ao Meio-Ambiente	Reformulações Administrativas	Direitos dos acionistas	Dados do mercado e Liquidez das Ações	Perspectivas e planos para o exercício em curso e vindouros	Governança Corporativa	Resultados Financeiros	Estratégias	Total	%
Petrobrás	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	14,0	100%
Vale	0,67	0,67	0,50	1,00	1,00	0,00	1,00	0,00	0,50	0,50	1,00	0,67	0,50	1,00	9,0	64%
Gerdau	0,00	0,00	0,00	0,33	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50	0,50	0,67	0,67	0,25	0,33	3,3	23%
B. do Brasil	1,00	1,00	0,50	1,00	0,00	0,00	0,33	0,67	0,50	1,00	1,00	1,00	0,25	1,00	9,3	66%
Usiminas	1,00	1,00	0,75	1,00	1,00	1,00	1,00	0,67	0,50	1,00	1,00	0,67	0,50	1,00	12,1	86%
Itaú Unibanco	1,00	1,00	0,75	0,67	0,00	0,00	0,67	1,00	0,00	1,00	1,00	0,67	0,50	1,00	9,3	66%
CSN	1,00	1,00	0,75	1,00	0,50	0,00	1,00	1,00	1,00	0,50	1,00	1,00	0,75	1,00	11,5	82%
WEG	0,67	0,67	0,00	1,00	0,25	1,00	0,00	0,00	0,50	0,00	1,00	0,67	0,50	0,67	6,9	49%
Bradesco	1,00	0,67	0,75	1,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,67	0,75	1,00	11,8	85%
Eletrobrás	1,00	0,67	0,75	1,00	1,00	0,50	1,00	1,00	1,00	0,50	1,00	1,00	0,50	1,00	11,9	85%
Randon	1,00	1,00	0,00	0,67	0,75	0,50	0,33	0,33	0,50	1,00	1,00	0,67	0,75	1,00	9,5	68%
Total	9,33	8,67	5,75	9,67	5,50	5,00	7,33	6,67	7,00	8,00	10,67	8,67	6,25	10,00	108,50	##
11	85%	79%	52%	88%	50%	45%	67%	61%	64%	73%	97%	79%	57%	91%		

Apêndice 4 – Alfa de Cronbach

Reliability Statistics

Cronbach's Alpha	Cronbach's Alpha Based on Standardized Items	N of Items
,927	,943	56

Item-Total Statistics

	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Squared Multiple Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
0.1	99,93387	495,489	-,229	.	,935
0.2	100,26720	477,108	,232	.	,927
0.3	99,43387	482,066	,000	.	,928
0.4	99,26720	484,526	-,068	.	,931
0.5	100,73387	484,184	-,125	.	,928
1.1	99,80053	463,830	,387	.	,926
1.2	99,40053	459,313	,461	.	,926
1.3	99,63387	461,766	,355	.	,927
2.1	100,30053	478,256	,113	.	,928
2.2	99,50053	467,302	,340	.	,927
2.3	100,50053	476,304	,274	.	,927
3.1	100,56720	463,540	,721	.	,925
3.2	100,53387	472,656	,397	.	,926
3.3	100,16720	465,619	,471	.	,926
4.1	99,13387	458,295	,466	.	,926
4.2	99,03387	456,326	,647	.	,924
4.3	99,13387	447,348	,679	.	,924
4.4	98,86720	461,897	,555	.	,925
5.1	100,70053	466,096	,808	.	,925
5.2	100,63387	464,337	,724	.	,925
5.3	100,53387	463,795	,698	.	,925
6.1	99,93387	456,008	,585	.	,925
6.2	100,06720	451,194	,741	.	,923
6.3	100,03387	452,106	,728	.	,923
6.4	100,06720	452,576	,680	.	,924
7.1	100,26720	458,826	,696	.	,924
7.2	100,30053	458,383	,707	.	,924
8.1	99,63387	449,231	,704	.	,923
8.2	99,63387	448,053	,709	.	,923
8.3	99,76720	453,572	,634	.	,924
9.1	100,26720	461,596	,702	.	,924
9.2	100,60053	476,160	,263	.	,927
9.3	100,13387	454,833	,761	.	,924
10.1	100,40053	466,588	,428	.	,926
10.2	100,00053	464,926	,430	.	,926
11.1	99,53387	448,484	,588	.	,924
11.2	100,06720	467,395	,302	.	,927
12.1	100,46720	463,259	,701	.	,925
12.2	100,53387	463,517	,709	.	,925
12.3	99,73387	462,992	,349	.	,927
13.1	100,16720	466,862	,462	.	,926
13.2	100,40053	472,476	,349	.	,926
13.3	99,96720	463,620	,557	.	,925
14.1	100,60053	470,831	,444	.	,926
14.2	100,63387	476,108	,274	.	,927
14.3	99,93387	463,352	,515	.	,925
14.4	100,40053	469,987	,488	.	,926
15.1	99,93387	454,757	,615	.	,924
15.2	100,46720	465,472	,566	.	,925
15.3	100,33387	467,005	,507	.	,926
16.1	100,56720	465,274	,549	.	,925
16.2	100,50053	472,636	,296	.	,927
16.3	99,06720	482,212	-,023	.	,930
16.4	99,33387	485,977	-,090	.	,932
16.5	99,36720	477,774	,078	.	,929
Total	101,50000	478,534	,996	.	,927

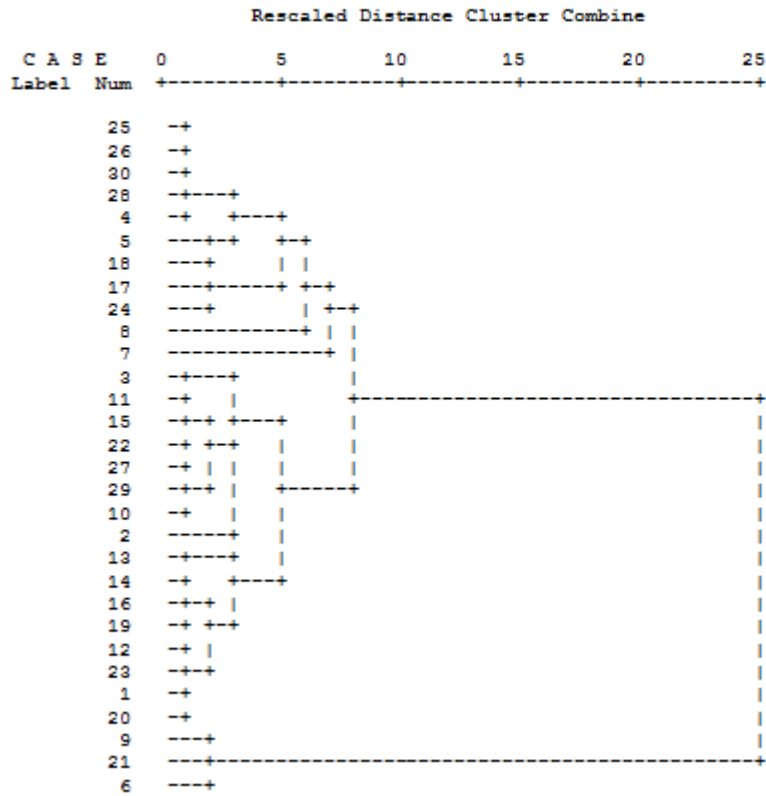
Apêndice 5 – Separação por *Clusters* do Instrumento de Coleta de Dados**Cluster Membership**

Case	5 Clusters	4 Clusters	3 Clusters	2 Clusters
1	1	1	1	1
2	1	1	1	1
3	1	1	1	1
4	2	2	2	1
5	2	2	2	1
6	3	3	3	2
7	4	4	2	1
8	5	2	2	1
9	3	3	3	2
10	1	1	1	1
11	1	1	1	1
12	1	1	1	1
13	1	1	1	1
14	1	1	1	1
15	1	1	1	1
16	1	1	1	1
17	2	2	2	1
18	2	2	2	1
19	1	1	1	1
20	1	1	1	1
21	3	3	3	2
22	1	1	1	1
23	1	1	1	1
24	2	2	2	1
25	2	2	2	1
26	2	2	2	1
27	1	1	1	1
28	2	2	2	1
29	1	1	1	1
30	2	2	2	1

Apêndice 6 – Dendrograma dos *Clusters* do Instrumento de Coleta de Dados

***** H I E R A R C H I C A L C L U S T E R A N A L Y S I S

Dendrogram using Ward Method



Apêndice 7 – Coeficiente de Aglomeração

Agglomeration Schedule

Stage	Cluster Combined		Coefficients	Stage Cluster First Appears		Next Stage
	Cluster 1	Cluster 2		Cluster 1	Cluster 2	
1	25	26	8,500	0	0	7
2	12	23	19,000	0	0	10
3	27	29	30,500	0	0	13
4	1	20	42,000	0	0	10
5	3	11	54,500	0	0	21
6	16	19	68,000	0	0	16
7	25	30	82,167	1	0	11
8	15	22	96,667	0	0	18
9	13	14	112,167	0	0	23
10	1	12	127,667	4	2	16
11	25	28	144,500	7	0	12
12	4	25	162,200	0	11	22
13	10	27	180,033	0	3	18
14	5	18	202,533	0	0	22
15	17	24	225,533	0	0	24
16	1	16	248,700	10	6	23
17	9	21	273,200	0	0	19
18	10	15	299,367	13	8	20
19	6	9	328,867	0	17	29
20	2	10	361,533	0	18	21
21	2	3	401,242	20	5	25
22	4	5	440,970	12	14	24
23	1	13	483,054	16	9	25
24	4	17	541,292	22	15	26
25	1	2	603,604	23	21	28
26	4	8	668,637	24	0	27
27	4	7	746,392	26	0	28
28	1	4	837,185	25	27	29
29	1	6	1126,267	28	19	0

Apêndice 8 – Separação por *Clusters* dos Respondentes *Versus* Empresas

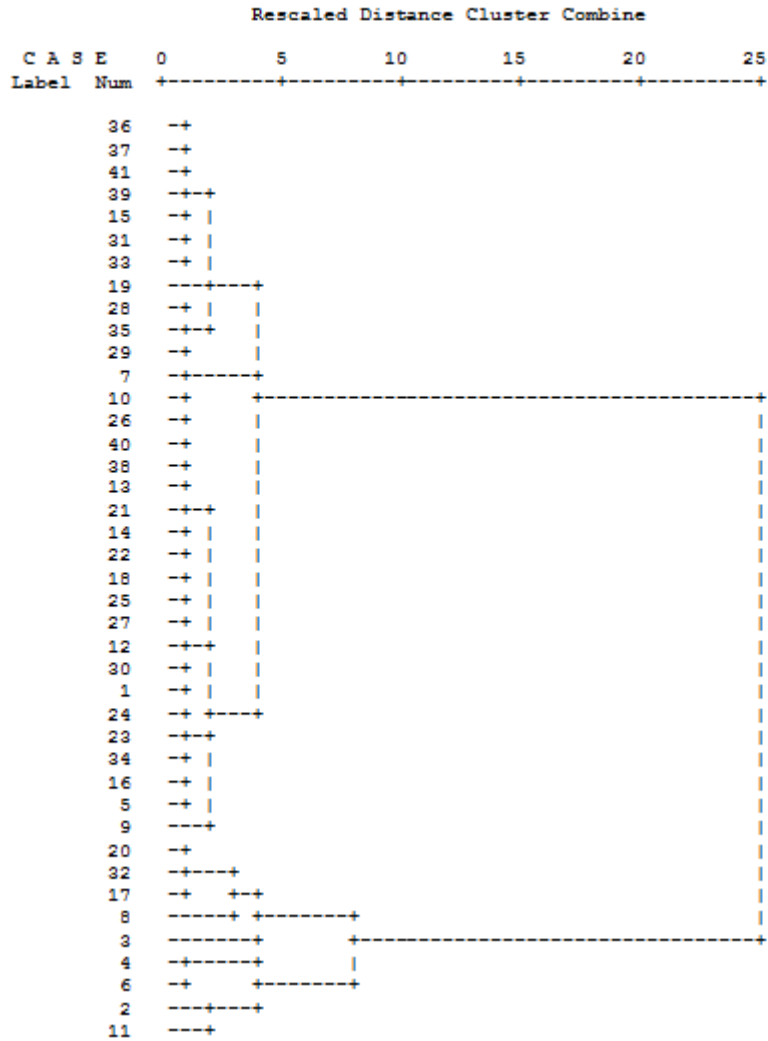
Cluster Membership

Case	5 Clusters	4 Clusters	3 Clusters	2 Clusters
1	1	1	1	1
2	2	2	2	2
3	3	3	3	2
4	4	2	2	2
5	1	1	1	1
6	4	2	2	2
7	1	1	1	1
8	3	3	3	2
9	1	1	1	1
10	1	1	1	1
11	2	2	2	2
12	1	1	1	1
13	1	1	1	1
14	1	1	1	1
15	5	4	1	1
16	1	1	1	1
17	3	3	3	2
18	1	1	1	1
19	5	4	1	1
20	3	3	3	2
21	1	1	1	1
22	1	1	1	1
23	1	1	1	1
24	1	1	1	1
25	1	1	1	1
26	1	1	1	1
27	1	1	1	1
28	5	4	1	1
29	5	4	1	1
30	1	1	1	1
31	5	4	1	1
32	3	3	3	2
33	5	4	1	1
34	1	1	1	1
35	5	4	1	1
36	5	4	1	1
37	5	4	1	1
38	1	1	1	1
39	5	4	1	1
40	1	1	1	1
41	5	4	1	1

Apêndice 9 – Dendrograma dos *Clusters* dos Respondentes *Versus* Empresas

***** H I E R A R C H I C A L C L U S T E R A N A L Y S I S

Dendrogram using Ward Method



Apêndice 10 – Coeficiente de Aglomeração dos Respondentes *Versus* Empresas

Agglomeration Schedule

Stage	Cluster Combined		Coefficients	Stage Cluster First Appears		Next Stage
	Cluster 1	Cluster 2		Cluster 1	Cluster 2	
1	36	37	,660	0	0	8
2	14	22	1,420	0	0	19
3	23	34	2,288	0	0	9
4	26	40	3,347	0	0	10
5	15	31	4,646	0	0	13
6	1	24	6,271	0	0	27
7	25	27	7,913	0	0	14
8	36	41	9,559	1	0	12
9	16	23	11,265	0	3	24
10	26	38	13,317	4	0	17
11	13	21	15,567	0	0	17
12	36	39	17,828	8	0	18
13	15	33	20,122	5	0	18
14	12	25	22,535	0	7	15
15	12	30	25,115	14	0	28
16	28	35	27,698	0	0	21
17	13	26	30,778	11	10	25
18	15	36	34,144	13	12	29
19	14	18	37,703	2	0	25
20	20	32	42,460	0	0	23
21	28	29	47,265	16	0	31
22	7	10	52,265	0	0	35
23	17	20	57,777	0	20	34
24	5	16	63,783	0	9	27
25	13	14	70,007	17	19	30
26	4	6	76,507	0	0	37
27	1	5	83,985	6	24	28
28	1	12	92,622	27	15	30
29	15	19	101,750	18	0	31
30	1	13	111,092	28	25	33
31	15	28	123,414	29	21	38
32	2	11	136,914	0	0	37
33	1	9	151,328	30	0	35
34	8	17	168,973	0	23	36
35	1	7	192,025	33	22	38
36	3	8	219,178	0	34	39
37	2	4	247,678	32	26	39
38	1	15	276,269	35	31	40
39	2	3	329,875	37	36	40
40	1	2	516,671	38	39	0

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL MESTRADO

AUTORIZAÇÃO

Eu Marcia Borges Umpierre, CPF: 989.186.130-91, autorizo o Programa de Mestrado em Ciências Contábeis da UNISINOS, a disponibilizar a Dissertação de minha autoria sob o título Informações Contábeis Voluntárias E As Recomendações De Investimento Em Ações, orientada pelo professor doutor Ernani Ott, para:

Consulta Sim Não

Empréstimo Sim Não

Reprodução:

Parcial Sim Não

Total Sim Não

Divulgar e disponibilizar na Internet gratuitamente, sem ressarcimento dos direitos autorais, o texto integral da minha Dissertação citada acima, no *site* do Programa, para fins de leitura e/ou impressão pela Internet

Parcial Sim Não

Total Sim Não

Em caso afirmativo, especifique:

Sumário: Sim Não

Resumo: Sim Não

Capítulos: Sim Não

Quais _____

Bibliografia: Sim Não

Anexos: Sim Não

São Leopoldo, 23 de março de 2010.

Marcia Borges Umpierre

Visto do(a) Orientador(a)