



Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337
Blumenau, v. 11, n. 4, p. 82-106, out./dez., 2015

doi:10.4270/ruc.2015433
Disponível em www.furb.br/universocontabil



**FATORES DETERMINANTES DO CONTEÚDO DIVULGADO NO RELATÓRIO DE
ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS BRASILEIRAS¹**

**FACTORS AFFECTING THE CONTENT PUBLISHED ON THE BRAZILIAN
COMPANIES MANAGEMENT REPORT**

**FACTORES QUE DETERMINAN EL CONTENIDO PUBLICADO EN EL INFORME DE
GESTIÓN DE LAS EMPRESAS BRASILEÑAS**

Andréa Lúcia Doná

Mestre em Contabilidade e Controladoria
Universidade Estadual de Maringá – Departamento de Ciências Contábeis
Endereço: Av. Colombo, 5790 – CEP 87020-900
E-mail: aldona@uem.br
Fone: (044) 3011-3771

Kelly Cristina Mucio Marques

Doutora em Controladoria e Contabilidade pela FEA-USP
Universidade Estadual de Maringá – Departamento de Ciências Contábeis
Endereço: Av. Colombo, 5790 – CEP 87020-900
E-mail: kcmmarques@uem.br
Fone: (044) 3011-3776

Ademir Massahiro Moribe

Mestre em Ciências Contábeis
Universidade Estadual de Maringá – Departamento de Ciências Contábeis
Endereço: Av. Colombo, 5790 – CEP 87020-900
E-mail: ammoribe@uem.br
Fone: (044) 3011-3775

José Braz Hercos Junior

Doutor em Economia
Universidade Estadual de Maringá – Departamento de Ciências Contábeis
Endereço: Av. Colombo, 5790 – CEP 87020-900
E-mail: jbhjunior@uem.br
Fone: (044) 3011-3771

¹Artigo recebido em 05.11.2015. Revisado por pares em 21.12.2015. Reformulado em 14.01.2016. Recomendado para publicação em 15.01.2016 por Paulo Roberto da Cunha. Publicado em 12.02.2016. Organização responsável pelo periódico: FURB.

RESUMO

O Relatório da Administração segue orientações e normatizações de órgãos reguladores, porém, devido a sua estrutura não padronizada, o teor das informações divulgadas é, em grande parte, uma questão de responsabilidade corporativa. Considerando tal proposição, esta pesquisa, de caráter descritivo, teve como objetivo analisar fatores determinantes do conteúdo divulgado no Relatório da Administração de companhias com ações negociadas na BM&FBOVESPA, do setor consumo cíclico, subsetor comércio, no período de 2008 a 2013. Os fatores analisados foram porte, participação acionária, segmento de governança, retorno sobre o patrimônio líquido e retorno sobre o ativo. Observando os pressupostos normativos, o estudo propôs a análise da frequência de itens categorizados em três dimensões: descrição geral da gestão, plano estratégico e performance da empresa e utilizou-se de um modelo de regressão linear agrupado para análise da influência dos fatores selecionados. Foi encontrada relação positiva e significativa entre o volume de informações contido nos Relatórios da Administração e o porte, o segmento de governança e a rentabilidade das empresas. No caso da participação acionária não houve relação estatisticamente significativa. Ressalta-se que as informações evidenciadas, não obedecem a um padrão no segmento específico e não apresentam consistência e abrangência em relação aos itens que deveriam fazer parte deste relatório.

Palavras-chave: Relatório da Administração. Evidenciação Contábil. Informação Contábil.

ABSTRACT

The Management Report follows guidelines and norms of regulators, however, due to its non-standard structure, the content of the information disclosed is largely a matter of corporate responsibility. Considering such a proposition, this descriptive research aimed to analyze the Management Report's determinants of disclosure of the companies traded on BM&FBOVESPA, the consumer discretionary sector, sub-sector trade, over the period 2008-2013. The factors analyzed were size, shareholding, governance segment, return on equity and return on assets. Observing the normative assumptions, the study aimed to analyze the frequency of items categorized in three dimensions: general description of management, strategic planning and the company's performance and used a pooled linear regression model to analyze the influence of selected factors. There was a positive and significant relationship between the amount of information contained in the Management Reports and the size, the governance segment and the profitability of the companies. In the case of shareholding there was no statistically significant relationship. It should be noted that the information evidenced not follow a pattern in the specific segment and not show consistency and completeness in relation to the items that should be part of this report.

Keywords: Management Report. Accounting Disclosure. Accounting Information.

RESUMEN

El informe de gestión sigue las directrices de la autoridad reguladora, sin embargo, debido a su estructura, el contenido de la información divulgada es en gran medida una cuestión de responsabilidad corporativa. Teniendo en cuenta la argumentación, esta investigación, descriptiva tiene como objetivo analizar factores que determinan el contenido del informe de gestión de las empresas con acciones en la BM&FBOVESPA, del sector de consumo cíclico subsector comercio desde 2008 hasta 2013. Los factores analizados fueran tamaño, participación accionaria, sector de la gobernanza, retorno sobre el patrimonio neto y la rentabilidad de los activos. Siguiendo los requisitos regulatorios, el estudio propone análisis de los temas categorizados en tres dimensiones: descripción general de la gestión, plan

estratégico y el desempeño de la empresa y utiliza un modelo de regresión lineal para analizar la influencia de los factores seleccionados. Se encontró relación positiva y significativa en la cantidad de información contenida en los Informes de Gestión y el tamaño, el sector de la gobernanza y la rentabilidad de las empresas. No se encontró relación estadísticamente significativa en la participación accionaria. Los resultados muestran que el volumen de la información contenida en los informes no siguió un patrón en el segmento seleccionado y no muestran coherencia y exhaustividad en respecto de los temas que deberían contener el Informe de Gestión.

Palabras clave: *Informe de gestión. Divulgación de información financiera. Información contable.*

1 INTRODUÇÃO

O ciclo de relativa estabilidade econômica percebida nos últimos anos propiciou condições para o ingresso de capital estrangeiro e trouxe consigo a necessidade de informações sobre as empresas. Inserem-se aí informações de aspectos financeiros, econômicos, sociais, ambientais e outros, relacionados à gestão empresarial. O interesse por parte de investidores e também, demais usuários externos, é um fator motivador na definição de regras, fundamentos, instruções em relação às informações geradas, que foram se aprimorando ao longo dos últimos anos.

No Brasil, a evolução das informações no Relatório Anual, instrumento de pesquisa e análise no mercado de capitais (composto pelas Demonstrações Contábeis, Notas Explicativas, Relatório da Administração, Parecer do conselho Fiscal e Parecer dos Auditores Independentes), é fundamentada em exigências (Instituto dos Auditores Independentes do Brasil - IBRACON, Conselho Federal de Contabilidade - CFC, Comissão de Valores Mobiliários - CVM, Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros - BM&F Bovespa, Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC e outros), como também, obviamente, norteadas por tendências de mercado e investimentos (exigência dos investidores). Ainda sob a ótica do mercado de capitais, a BM&F Bovespa tem incentivado o fortalecimento de boas condutas, veiculação de informações úteis e preditivas, através do incremento da transparência e boas práticas de governança corporativa.

Para atender as necessidades de informações do mercado e atender os requisitos de transparência e responsabilidade, há consenso, conforme Beattie, McInnes e Fearnley (2004) de que os modelos de relatórios precisam expandir para além dos relatórios financeiros tradicionais, priorizando informações de caráter preditivo e não financeiro em essência; sendo a comunicação na forma narrativa apresentada no Relatório Anual um elemento crucial para atingir tais objetivos.

O Relatório da Administração (RA) possui essas características. Presume-se que por possuir uma estrutura textual de linguagem menos técnica, não padronizada, composta por análises e quadros suplementares que avaliam tendências e resultados, o RA, previsto na Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas), “[...] deve ser um forte instrumento de comunicação entre a entidade, seus acionistas e a comunidade na qual se insere, posto que sua adequada elaboração proporcionará tomadas de decisões de melhor qualidade.” (Martins et al., 2013, p.816).

As informações contidas no RA seguem orientações ou recomendações da Lei 6.404/76, da CVM e órgãos reguladores. No entanto, para Martins et al. (2013) apesar de exigido para as sociedades anônimas, o RA não tem sido elaborado e divulgado explorando todo o seu potencial de informação e utilidade. Pesquisas realizadas por Godoi (2002), Silva, Rodrigues e Abreu (2007), Melo, Ponte e Oliveira (2007), Gallon (2006) e Gallon, Beuren e Hein (2008), apontam que a informação divulgada no RA ainda tem muito a evoluir no sentido de relevância e clareza.

Por essas considerações, esta pesquisa tem como objetivo analisar fatores que podem determinar o nível de divulgação do conteúdo do RA de companhias com ações negociadas na BM&FBOVESPA, no período de 2008 a 2013. Portanto, têm-se como questão de pesquisa: Quais os fatores determinantes da divulgação do conteúdo do RA de companhias com ações negociadas na BM&FBOVESPA?

Estudos anteriores como o de Silva, Rodrigues e Abreu (2007), Gallon, Beuren e Hein (2008) e Couto (2009), avaliaram o conteúdo do RA no Brasil. Os dois últimos trabalhos analisaram o nível de divulgação das informações. Gallon, Beuren e Hein (2008), separaram as informações em obrigatórias e não obrigatórias e, as empresas, por nível de governança. Os resultados mostraram que, independente do nível de governança, os itens obrigatórios mais evidenciados foram negócios sociais e principais fatos administrativos/descrição dos negócios, produtos e serviços e, dos não obrigatórios, foram responsabilidade social/Balço social. Couto (2009) verificou o volume de informações sobre o planejamento estratégico evidenciado no RA. Os resultados mostraram um índice relativamente baixo de empresas que divulgam tais informações.

O trabalho de Silva, Rodrigues e Abreu (2007) foi além, verificando a relação entre o conteúdo do RA e o resultado financeiro das empresas. Os resultados mostraram que empresas que apresentam crescimento no ativo possuem relatórios mais extensos e que o aumento no lucro provoca uma redução no relatório. Com base nos estudos anteriores, a identificação de fatores que levam as empresas a divulgarem mais informações no RA permanece uma questão não explorada. Por isso, a originalidade deste estudo se baseia em sua característica longitudinal e na análise de outros fatores que afetam o nível de divulgação de informações no RA além do resultado financeiro.

Este estudo contribui com o fornecimento de evidências empíricas sobre a quantidade e o tipo de informações divulgadas ao longo do tempo no RA, bem como sobre os fatores que podem afetar o nível dessa divulgação. Tais evidências são relevantes para que os responsáveis pela elaboração do RA possam avaliar e/ou ajustar os conteúdos que carecem de mais detalhes ou que nem são divulgados, de modo a melhorar as informações geradas para os usuários. Também é importante para os órgãos reguladores a observação dos pontos que precisam de mais atenção para o cumprimento das normas.

O estudo desenvolvido foi apresentado em cinco seções, além desta introdução. A próxima destaca a importância da informação societária e contextualiza o RA. A terceira trata da metodologia utilizada para este estudo. A quarta descreve e analisa os resultados obtidos, para então, na sequência, apresentar as conclusões e recomendações do estudo.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 A Informação Societária

A evidenciação contábil ou *disclosure*, conforme Iudicibus (2004, p. 123), “[...] está ligado aos objetivos da contabilidade, ao garantir informações diferenciadas para os vários tipos de usuários”. *Disclosure*, segundo o dicionário Oxford, significa tornar a informação nova ou secreta conhecida, o que compreende divulgar, ou seja, tornar evidente. Para a Contabilidade, historicamente, o grande desafio é encontrar uma sintonia entre o emissor de informação e o usuário, o receptor da informação, objetivando alcançar a clareza, a compreensibilidade e a relevância pleiteada pelo *disclosure*.

Para o mercado de capitais, destacam-se os investidores como um dos mais importantes grupos de usuários das informações financeiras, neste sentido, a confiança ou a perda de expectativas, está atrelada a qualidade das informações divulgadas “[...] quanto mais transparência houver em sua elaboração, maior será sua credibilidade no mercado de capitais.” (GODOI, 2002, p. 17). No entanto, segundo Lopes e Martins (2012) o mundo real opera com

grandes diferenças informacionais entre os agentes, surgindo a assimetria informacional, que pode comprometer o volume de negócios efetivamente realizados no mercado. Logo, a redução da assimetria informacional é fundamental para o bom funcionamento do mercado (LOPES; MARTINS, 2012). Uma das formas de fazer com que isso ocorra é a evidenciação de informações relevantes.

Nesse sentido, para Teixeira, Fortunato e Aquino (2004, p.13), o “[...] processo de manter uma boa comunicação com o mercado eleva a qualidade do mercado de capitais e o benefício adquirido seria sentido por todos os agentes da cadeia de informação”. Para tanto, as empresas têm buscado aprimorar formas de comunicação em diversos formatos de *disclosures*: Relatórios Trimestrais; Relatórios Anuais Impressos e Eletrônico; webconferência; Encontros com Analistas; Reuniões via Internet; Visita às Instalações; *Websites*; *Roadshows*; Conteúdos eletrônicos atualizados, entre outros.

Com o objetivo de atender às necessidades dos usuários externos, a legislação societária (Lei n.º 6.404/1976), estabelece as informações mínimas que devem ser disponibilizadas pelas empresas, especialmente as de capital aberto e aquelas consideradas de grande porte (Lei n.º 11.638/2007). A Contabilidade é responsável por fornecer tais informações, seja no formato das Demonstrações Contábeis ou outras, complementares, como é o caso do RA e das Notas Explicativas. As informações complementares visam tornar mais compreensíveis as Demonstrações com dados qualitativos, análises que contemplam o cenário econômico e social, proporcionando ao usuário particularidades da *performance* empresarial. Para o propósito deste estudo, foi dada atenção especial ao RA.

2.2 Relatório da Administração

Como destacam Hendriksen e Van Breda (1999) a divulgação fora das demonstrações financeiras propriamente ditas desempenha um papel muito importante no mercado global. O objetivo maior do processo de prestação de contas da gestão é evidenciar informações de impacto financeiro, mercadológico, patrimonial, jurídico, social, ambiental e principalmente, que retratam a continuidade das operações, que nem sempre podem ser facilmente identificadas no corpo das Demonstrações Contábeis. Portanto, infere-se a utilidade do RA.

O RA contempla informações sobre a performance da empresa, mediante uma linguagem, onde os gestores comunicam-se com o público externo, de uma forma que exige menor rigor técnico. Por sua natureza analítica e linguagem utilizada, a evidenciação ocorrida no RA possibilita atingir maior número de usuários.

Conforme Yuthas, Rogers e Dillard (2002) e Bryan (1997), o RA foi o relatório mais citado por uma variedade de *stakeholders* e analistas de mercado. Conceitualmente, trata-se de uma forma de comunicação utilizada pela Contabilidade que discorre sobre os principais fatos que envolvem a gestão do negócio. Para Martins et al. (2013), a administração pode fornecer importante contribuição aos usuários ao elaborar o RA de maneira orientada para o futuro e com análises do passado indicativas de tendências futuras, munindo-os com informações que podem modificar a tomada de decisão.

O RA representa um documento de administração previsto no artigo 133 da Lei n.º 6.404/76. A CVM por meio do Parecer de Orientação 15 (1987, p.2), destaca a importância do Relatório ao afirmar 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. O Relatório da Administração não pode ser excluído dessa premissa; assim, tanto a falta de informações quanto a inclusão de estudos e fatos genéricos que não dizem respeito à situação particular da companhia constituem desatendimento ao interesse e ao direito do investidor.

Para Dantas et al. (2005, p.73), *disclosure* representa uma via de mão dupla, uma vez que tanto o mercado de capitais, a entidade e os seus usuários externos são beneficiados. Fazendo

referência ao RA, Iudícibus (2004, p. 20) observa que “[...] normalmente são enviesados pelo lado do otimismo inconsequente [...]”. Neste sentido, é importante ressaltar Rocha e Procianny (2004, p.170) que explicitam “[...] as decisões de investimento são tomadas pelos investidores de acordo com a quantidade e qualidade de informações a respeito das empresas disponíveis a eles e ao mercado financeiro como um todo”.

De acordo com a Lei nº 6.404/76, para as sociedades anônimas, o conteúdo do RA deve contemplar informações sobre a aquisição de debêntures de sua própria emissão (art. 55, § 2º), sobre a política de reinvestimento de lucros e distribuição de dividendos constantes de acordo com os acionistas (art. 118, § 5º), sobre os negócios sociais e principais fatos administrativos ocorridos no exercício (art. 133, inciso I) e, sobre os investimentos em sociedades coligadas e/ou controladas (art. 243).

Em 1976, a Lei nº 6.385, art. 22, § 1.º, dá competência à CVM para expedir normas sobre o RA. Sob a forma de recomendação, no Parecer de Orientação nº 15/1987, a CVM apresenta uma relação dos itens que devem ser também evidenciados no Relatório da Administração: 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; e, em se tratando de companhias de participações, o relatório deve contemplar as informações acima mencionadas, mesmo que de forma mais sintética, relativas às empresas investidas.

Conforme citado, observa-se que o conteúdo compreende também informações de caráter não financeiro que afetam as operações da empresa: expectativas com relação ao futuro, planos de crescimento e investimentos e financiamentos efetuados ou previstos com orçamento de capital ou em pesquisa e desenvolvimento, remuneração da diretoria, estratégias de atuação desejada, parcerias e riscos.

Em 1992, o Parecer de Orientação n.º 24/1992 da CVM traz avanços na qualidade da informação e divulgação das Demonstrações Contábeis, estimulando iniciativas de divulgação de informações, em especial referentes às demonstrações consolidadas, como por exemplo, o valor de mercado dos estoques, ouro e ações de alta liquidez; os resultados por linha de produtos ou negócios, em especial referentes às demonstrações consolidadas, a prioridade para as demonstrações financeiras consolidadas ao invés das demonstrações individualizadas da controladora.

Em 2002 a CVM regulamentou formas de divulgações de informação de natureza eventual, denominados "fatos relevantes", através da Instrução nº. 358, posteriormente alteradas pelas Instruções 369/2002 e 449/2007. Alguns exemplos de fatos relevantes são: Transferência do controle acionário da companhia; Fechamento de capital; Incorporação, fusão ou cisão; Mudança de critérios contábeis; Renegociação de dívidas; Aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações; Início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço e Concordata ou falência.

Ainda em 2002, a CVM emite recomendações sobre Governança Corporativa e estabelece linhas quanto à utilização de padrões de conduta superiores as exigências legais, dentre as quais, transações relevantes a serem detalhadas nas Notas Explicativas, adoção dos princípios de Contabilidade em vigor, além das normas internacionais de Contabilidade promulgadas pelo IASB (*International Accounting Standards Board*) e examinadas por auditor independente.

Ainda em relação à evolução de práticas vinculadas ao RA, cabe mencionar a Instrução n.º 480/09 da CVM que estabelece categorias e diferentes exigências para as empresas que negociam seus títulos no mercado de capitais e traz também, o conteúdo a ser divulgado no Formulário de Referência. Diante deste contexto, é importante destacar que a comunicação acerca das informações adicionais, é mais uma questão de responsabilidade corporativa.

Estudos anteriores sobre o conteúdo do RA como o de Gallon, Beuren e Hein (2008), concluíram que as empresas avaliadas, evidenciaram mais itens recomendados pela Lei 6.404/76 e pelo Parecer de Orientação n.º 15/1987 da CVM.

3 METODOLOGIA

Esta pesquisa teve caráter descritivo, pois descreve as características de uma amostra, investigando o conteúdo do RA de empresas de capital aberto que atuam no Brasil, bem como fatores que podem afetar o nível de evidenciação deste relatório. Por apresentar dois objetivos distintos esta seção foi separada em duas partes, descrevendo o delineamento de cada uma.

3.1 Coleta de Dados e Critério de Avaliação das Informações do RA

Primeiramente, foi analisada a frequência com que as informações aparecem no RA de cada empresa em cada ano. Para verificar o nível de evidenciação das informações do RA foi utilizada a pesquisa documental utilizando-se do RA de cada empresa em cada ano e a análise de conteúdo para a obtenção das informações de interesse. O acesso aos dados se deu através do site da BM&FBOVESPA.

A pesquisa teve caráter longitudinal, abrangendo o período de 2008 a 2013. Este período foi escolhido tendo em vista a promulgação da Lei 11.638/2007 que marca o início do processo de harmonização das normas contábeis nacionais e internacionais, considerando assim, para avaliação, dois anos (2008 e 2009) antes da obrigatoriedade determinada pela legislação e quatro anos depois, para efeito de comparação.

Do universo da pesquisa (empresas de capital aberto com cadastro ativo na CVM), foi selecionada uma amostra considerando todas as companhias com ações negociadas na BM&FBOVESPA, do setor de consumo cíclico, subsetor comércio, englobando os segmentos: eletrodomésticos; produtos diversos e tecidos, vestuário e calçados. Essa escolha se deu em função de que o nome comercial e a imagem de uma empresa pode chamar a atenção do investidor. Empresas que possuem marcas valiosas no mercado podem ter um diferencial em relação às informações evidenciadas a seu respeito.

Nesse sentido, o subsetor escolhido para a pesquisa apresenta o maior número de empresas classificadas entre as vinte e cinco marcas mais valiosas do mercado brasileiro, como a Renner, Lojas Americanas, Marisa, Hering, Casas Bahia e Ponto Frio (representadas pela Via Varejo) e Arezzo, conforme pesquisas realizadas entre 2010 e 2013 pelo Interbrand (2013). O estudo de Madden, Fehle e Fournier (2006) apontou que marcas fortes não só possuem uma maior rentabilidade para os acionistas, como fazem isso com menos risco do que relevantes portfólios de mercado.

Outro ponto levado em consideração para a escolha é que estudos anteriores brasileiros (GALLON; BEUREN; HEIN, 2008; COUTO, 2009) analisaram empresas segregadas por segmentos de Governança Corporativa, como o Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Neste estudo, a participação em segmentos de Governança Corporativa foi usada como uma variável explicativa para o nível de *disclosure*, por isso a escolha por uma amostra não relacionada a esses estratos.

De acordo com a revisão de literatura sobre o conteúdo do RA, foram estabelecidos itens que deveriam estar contidos nos relatórios e, posteriormente, os mesmos foram analisados em termos de frequência para cada empresa. A forma de mensurar o nível de evidenciação foi a mesma usada por Leventis e Weetman (2004), quando da presença de um item foi atribuído valor (1) um e quando da ausência o valor foi (0) zero. O score foi calculado para cada empresa em cada ano de duas formas: (1) pela divisão entre os itens presentes em uma empresa e o máximo de itens que poderia ser divulgado (frequência esperada); (2) pela divisão entre os itens presentes em uma empresa e o total de itens divulgados por todas as empresas (frequência observada).

Diante dos itens que devem ser evidenciados no RA, as formas de avaliar a qualidade dos conteúdos são dispersos, não havendo um padrão de referência, apenas os itens obrigatórios de acordo com a Lei 6.404/76 e recomendações dos órgãos reguladores, como as da CVM, as práticas de governança corporativa da BOVESPA e cartilhas de orientações aos representantes dos Conselhos de Administração de empresas. Ainda cabe destacar, que o conteúdo das informações evidenciadas no RA, leva em consideração o julgamento e o conceito de materialidade do elaborador. Dessa forma, com base na revisão de literatura este estudo propôs a análise dos itens visando fornecer instrumentos que possam maximizar as informações num relatório não estruturado, observando as seguintes dimensões para análise: descrição geral da gestão, plano estratégico e performance da empresa.

Descrição Geral da Gestão: análise dos aspectos gerais do negócio. Neste tópico as variáveis da pesquisa buscaram informações sobre o foco estratégico de atuação, as principais fontes de receitas, a autocritica na gestão sobre os negócios e produtos, além de detalhar a eficácia dos canais de comunicação. Os itens e os respectivos quesitos que foram objeto de análise para a dimensão descrição geral da gestão podem ser visualizados na Tabela 3 (capítulo 4).

Plano Estratégico: apesar de ser uma ação reservada (confidencial), procura orientar as prioridades elencadas pela empresa, pois define o foco dos negócios, além de estabelecer as diretrizes e mobilizar recursos econômicos e humanos para a realização das metas a médio e longo prazo. É peça fundamental para o desenvolvimento das empresas. Retratado no Relatório de Administração gera para o usuário das informações uma avaliação periódica do andamento dos pontos previamente planejados, os cenários que foram identificados pelas frustrações ou eventuais desvios e que alternativas foram escolhidas para fazer as correções necessárias. Os itens e os respectivos quesitos que foram objeto de análise do estudo para a dimensão plano estratégico podem ser visualizados na Tabela 5 (capítulo 4).

A premissa é que as empresas da amostra apresentem regras relacionadas à estratégia de estímulo para alcance de metas, aos valores a serem mantidos e perseguidos, às responsabilidades corporativas, à política de remuneração variável da diretoria executiva e dos funcionários da companhia, entre outros aspectos de igual relevância. Os gestores deverão estabelecer princípios éticos, assim como disseminá-los junto aos funcionários.

Performance: define o desempenho geral da companhia, que considera-se o principal motivo da elaboração do RA, constituindo uma estratégia de atratividade da empresa diante das variáveis evidenciadas. Os itens e os respectivos quesitos que foram objeto de análise do estudo para a dimensão performance podem ser visualizados na Tabela 7 (capítulo 4).

3.2 Desenvolvimento das Hipóteses e Mensuração das Variáveis

O segundo passo foi verificar a associação entre fatores específicos de cada empresa (porte, participação acionária, segmento de governança, retorno sobre o patrimônio líquido e retorno sobre o ativo) e o nível de evidenciação. Para tanto, o nível de evidenciação encontrado na primeira etapa da pesquisa foi transformado em um índice geral (DIG) que representa a média de divulgação das três dimensões analisadas (descrição geral da gestão, plano estratégico e performance da empresa) em cada ano para cada empresa.

É importante destacar que, conforme exposto na introdução, não foram encontrados trabalhos que avaliaram fatores determinantes de informações divulgadas no RA, por isso, foram usados como base para o estabelecimento das hipóteses, trabalhos que investigaram fatores determinantes de divulgação de informações voluntárias.

O porte é a variável encontrada com maior frequência em estudos de divulgação de informações, uma vez que tem sido identificada como um fator explicativo significativo repetidamente (LEVENTIS; WEETMAN, 2004). Aljifri (2008) se baseia em vários trabalhos que analisaram *disclosure*, tanto em países desenvolvidos quanto em desenvolvimento, para relatar que muitos deles encontraram relações significantes entre o porte e o nível de

divulgação. A lógica é que grandes empresas têm um impacto mais intenso na sociedade, são mais orientadas ao mercado de capital e são mais seguidas pelos analistas, o que as tornam mais abertas a fornecer informações (MCKINNON; DALIMUNTHE, 1993).

Um dos motivos destacados por Aljifri (2008) que podem explicar a associação do porte com o *disclosure* é que os custos da disseminação de informações financeiras são menores em grandes empresas por terem mais *expertise* e recursos se comparadas às de menor porte. Com base nos estudos de Leventis e Weetman (2004), Aljifri (2008), Hossain e Hammami (2009) e Murcia e Santos (2009) a expectativa é encontrar uma relação positiva entre porte e o nível de divulgação. O porte foi mensurado pelo logaritmo natural do ativo total da empresa, conforme estudo de Aljifri (2008). Portanto, a hipótese 1 (H1) é:

H1. Empresas maiores são mais propensas a divulgar informações no RA do que empresas menores.

A participação acionária ou estrutura de propriedade pode estar associada ao nível de divulgação. Arcay e Vasquez (2005) argumentam que a dispersão de propriedade pode influenciar o fornecimento de informação, um motivo é que a estrutura de propriedade pode ter um significativo impacto na adoção de regras de boa governança, o que, por sua vez afetará o *disclosure* da empresa; outro fato é que ao suprir a assimetria de informação percebida pelos proprietários, os gestores esperam reduzir o desconto implícito em seu pacote de remuneração. Ainda, altos níveis de concentração de capital podem acarretar um considerável envolvimento do proprietário na gestão da firma, podendo levar a um acesso irrestrito à informação; por isso, a demanda por informação pode ser mais baixa nos casos em que o gestor for proprietário de todas as ações da empresa (ARCAY; VASQUEZ, 2005).

A participação acionária foi mensurada pelo índice Herfindahl, como no trabalho de Arcay e Vasquez (2005). De acordo com Santerre e Neum (1986) é calculado pela seguinte fórmula:

$$\text{Participação acionária} = \sum_{i=1}^n (P_i/0,51)^2$$

O P_i representa o percentual de ações de propriedade do maior acionista, de forma que a soma do P_i é igual a 51% (controle majoritário), o índice tem o valor de 1 (um) quando um único acionista possui a maioria das ações e se aproxima de 0 (zero) quando as ações são amplamente dispersas, ou seja, um grande número de acionistas possuem uma pequena proporção de ações cada um (SANTERRE; NEUM, 1986). Desta forma, a H2 é:

H2. O nível de divulgação do RA está negativamente relacionado à concentração de propriedade.

Arcay e Vazquez (2005) analisaram as relações entre a estrutura de governança e as políticas de *disclosure* de empresas espanholas, os resultados mostraram que algumas características de governança corporativa foram positivamente relacionados à divulgação voluntária. Para Arcay e Vazquez (2005), analisar características de governança corporativa no mercado espanhol faz sentido por seu baixo nível de proteção dos investidores, alta concentração de propriedade das ações e por ser um mercado de capitais pouco desenvolvido. Estas características do mercado de capitais espanhol também são encontradas no Brasil.

Para Leuz (2006), empresas localizadas em países com fracas estruturas institucionais têm dificuldades para obter financiamento externo, uma vez que os investidores buscam se proteger com proteção nos preços, aumentando o custo de captação de capital; para amenizar tal problema as empresas que precisam de financiamento externo têm um incentivo para buscar dispositivos (*bonding devices*) para tranquilizar os investidores. A adoção de práticas de governança corporativa faz parte desses dispositivos. No Brasil o principal conflito de agência ocorre entre acionistas controladores e minoritários, por isso, características de governança

corporativa podem constituir-se em um fator determinante para as decisões de *disclosure* (Lanzana, 2004).

Com base nessas discussões, espera-se que a presença de mecanismos de governança corporativa, como a adesão aos níveis de governança da BMF&Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), possa ter uma relação positiva com o nível de divulgação de informações no RA. Para mensurar a adesão aos níveis de governança foi utilizada uma variável dicotômica, assim como feito por Murcia e Santos (2009), assim o valor igual a 1 (um), representa que a empresa aderiu a algum dos níveis de governança corporativa da Bovespa no período analisado e 0 (zero) caso a empresa não tivesse aderido. Assim, destaca-se a H3:

H3. O nível de divulgação do RA está positivamente relacionado à adesão aos Níveis de Governança Corporativa da Bovespa.

A rentabilidade é outro fator geralmente explorado nos estudos sobre divulgação de informações financeiras (AHMED; COURTIS, 1999). Para Aljifri (2008), tais estudos reportam que empresas com alta rentabilidade estariam mais motivadas a disponibilizar boas notícias ao mercado se comparadas às empresas com menor rentabilidade. No entanto, para Leventis e Weetman (2004), pode ser o caso de que empresas menos rentáveis podem divulgar mais informações para explicar os motivos do mau desempenho e tranquilizar o mercado sobre seu crescimento futuro. Ahmed e Courtes (1999) discutem que as evidências empíricas relacionando rentabilidade com divulgação mostraram resultados conflitantes.

Devido a esses argumentos e resultados contraditórios não foi determinada uma expectativa *a priori* sobre a direção da associação com a rentabilidade. A rentabilidade foi avaliada de duas formas: retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), usado por Eng e Mak (2003), Leventis e Weetman (2004), Murcia e Santos (2009) e Hossain e Hammami (2009); e o retorno sobre o ativo (ROA), usado por Eng e Mak (2003). O ROE foi mensurado pela relação entre o resultado líquido e o patrimônio líquido médio mantido pela empresa em cada período. O ROA foi medido pela divisão entre o resultado líquido e o ativo total. Considerando tal argumentação, definiu-se a H4:

H4. O nível de divulgação do RA está relacionado com a rentabilidade.

Para testar as hipóteses foi usado o seguinte modelo de regressão agrupada (*pooled*):

$$Y_t = \beta_1 + \beta_2 roe + \beta_3 roa + \beta_4 porte + \beta_5 partac + \beta_6 seggov + u_t$$

Y_t é a variável dependente (DIG), ou seja, a média de informações evidenciadas de cada empresa em cada ano. As variáveis candidatas a explicar tal comportamento, são: retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), retorno sobre o ativo (ROA), porte, segmento de governança (seggov) e participação acionária (partac). Os testes estatísticos foram realizados utilizando o *software* “Stata 13.0”.

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

4.1 Conteúdo Divulgado no RA

Para a realização da pesquisa analisou-se os RA's de companhias abertas, ativas e regulares na CVM, listadas na Bovespa, do setor de atuação de consumo cíclico, subsetor comércio. Foram encontradas 17 empresas, das quais duas começaram a negociar suas ações após 2008, período de início da pesquisa, apresentando seus relatórios apenas em anos posteriores. Para não prejudicar as análises longitudinais, essas duas empresas (Arezzo e Magazine Luiza) foram excluídas. Dessa forma, a amostra ficou representada por 15 empresas, elencadas na Tabela 1.

Destaca-se também que uma das empresas não publicou o RA no ano de 2013 e que outra empresa apresentou o relatório com apenas uma página em todos os anos. Essas empresas não foram retiradas da amostra por entendimento de que a não apresentação ou a apresentação de forma insuficiente das informações são cenários que podem ser encontrados na avaliação de qualquer demonstrativo ou informações complementares.

Tabela 1: Empresas da amostra

1	B2W (Cia Global do Varejo - Submarino)
2	Dufry A G
3	Grazziotin
4	Guararapes (Riachuelo)
5	Lojas Americanas
6	Lojas Marisa
7	Lojas Renner
8	Lojas Hering
9	Le Lis Blanc (Reestoque Comércio Confecções)
10	Via Varejo (Globex)
11	Whirlpool
12	Brasmotor
13	Hypermarcas
14	IGB eletrônica
15	Springer Carrier

Após análise e tabulação dos dados, apresenta-se o detalhamento dos itens e quesitos das dimensões estudadas. Quanto à descrição geral da gestão, o total de quesitos avaliados foi de 51 em cada ano (Tabela 3), considerando-se as 15 empresas nos seis anos tem-se uma frequência esperada de 4590, ou seja, se todas as empresas da amostra apresentassem todos os quesitos nos relatórios, o total da frequência seria de 4590. Conforme a Tabela 2, a frequência observada de todas as empresas em todos os anos foi de 669, com uma média geral de presença dos itens de 14,58% em relação ao esperado.

Ainda de acordo com a Tabela 2, a frequência foi diminuindo ao longo dos anos analisados. Essa constatação não era esperada, pois com o advento das normas internacionais e sua obrigatoriedade a partir do ano de 2010, o que se previa era que a evidenciação fosse igual ou maior do que nos períodos anteriores à mudança, mesmo que as normas não tenham alterado significativamente o conteúdo do RA. Isto pode ter ocorrido pela preocupação das empresas em atender as mudanças exigidas pelas normas em outros relatórios, deixando em segundo plano o RA, que não sofreu alterações.

Observa-se um percentual relativamente baixo de presença dos itens que deveriam fazer parte do RA quanto à descrição geral da gestão, pois se for considerado o percentual em relação à frequência esperada, o ano de 2008 foi o que apresentou mais informações (2,75%), ou seja, o nível das informações evidenciadas está mais próximo de zero do que de 100%. As empresas 4 e 7 foram as que apresentaram o maior número de itens no decorrer dos anos, sendo 14,05% e 12,71% de frequência em relação ao observado e 2,05% e 1,85% em relação ao esperado, respectivamente.

Quanto aos itens que compõe esta dimensão de análise (Tabela 3), pela frequência observada verifica-se maior preocupação com a divulgação da descrição dos negócios, produtos e serviços, apresentando 29,15% de frequência relativa. Na sequência, o quesito formas de *disclosure* apresentou 17,49% de frequência, análise da conjuntura econômica 17,34%, perspectivas e planos para o próximo exercício social 10,61%, a análise dos recursos humanos 9,72%, os direitos dos acionistas e dados do mercado 8,82%, autocrítica do desempenho da gestão 6,73% e remuneração da diretoria 0,14%, totalizando 100%. Os itens capacidade ociosa e fundos de pensão não tiveram qualquer menção nos relatórios analisados.

Tabela 2: Frequência geral dos itens da descrição geral da gestão

DESCRIÇÃO GERAL DA GESTÃO									
Empresa	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Total	*A	*B
1	11	13	13	10	10	10	67	1,46%	10,01%
2	7	6	7	5	7	7	39	0,85%	5,83%
3	9	10	11	6	6	6	48	1,05%	7,17%
4	15	17	14	16	16	16	94	2,05%	14,05%
5	15	14	16	9	9	9	72	1,57%	10,76%
6	17	16	16	9	9	9	76	1,66%	11,36%
7	17	16	16	13	11	12	85	1,85%	12,71%
8	0	0	0	0	0	0	0	0,00%	0,00%
9	7	5	4	6	7	4	33	0,72%	4,93%
10	10	4	7	7	6	8	42	0,92%	6,28%
11	8	8	8	6	6	6	42	0,92%	6,28%
12	3	3	4	2	2	2	16	0,35%	2,39%
13	7	6	4	8	8	10	43	0,94%	6,43%
14	0	0	0	3	3	0	6	0,13%	0,90%
15	0	0	0	2	2	2	6	0,13%	0,90%
Total	126	118	120	102	102	101	669	14,58%	100,00%
A*	2,75%	2,57%	2,61%	2,22%	2,22%	2,20%	14,58%		
B*	19%	18%	18%	15%	15%	15%	100%		

*A: Percentual em relação à frequência esperada (4590)

*B: percentual em relação à frequência observada (669)

Quanto aos itens que compõe esta dimensão de análise (Tabela 3), pela frequência observada verifica-se maior preocupação com a divulgação da descrição dos negócios, produtos e serviços, apresentando 29,15% de frequência relativa. Na sequência, o quesito formas de *disclosure* apresentou 17,49% de frequência, análise da conjuntura econômica 17,34%, perspectivas e planos para o próximo exercício social 10,61%, a análise dos recursos humanos 9,72%, os direitos dos acionistas e dados do mercado 8,82%, autocrítica do desempenho da gestão 6,73% e remuneração da diretoria 0,14%, totalizando 100%. Os itens capacidade ociosa e fundos de pensão não tiveram qualquer menção nos relatórios analisados.

Em relação a descrição dos negócios, produtos e serviços, observa-se uma pequena variação entre os itens analisados, destacando-se os detalhes das fontes de receitas. De forma geral, a evidenciação de tais informações proporciona o destaque de aspectos que refletem o potencial do produto e do resultado esperado pela empresa. O que pode ser entendido como autopromoção ou evidência de continuidade, de desempenho futuro.

Chama à atenção a análise da conjuntura econômica, que é uma análise de cenário e, apesar de sua importância ser realçada em algumas empresas, não apontou que seja uma divulgação relevante no geral (17,34%). O Planejamento estratégico das empresas pressupõe a necessidade de análise da conjuntura econômica buscando identificar fatores como o conhecimento de cenários, nível de intensidade da concorrência, efeitos das ações governamentais, perspectivas dos juros, câmbio e inflação, além de outros fatores cujos efeitos independem das ações dos gestores. Diante da perspectiva desejada no planejamento estratégico, o nível de detalhamento destas conjunturas, apresentou pouca representatividade nos RA's analisados.

Ao analisar os recursos humanos das empresas, o investimento em treinamento foi o quesito que apresentou diferencial, em que várias empresas informaram sobre estas ações, o que confirma as estratégias de valorização de pessoal. Apesar da possibilidade destas informações estarem contidas em outros relatórios como o Balanço Social e relatórios de sustentabilidade, poucas empresas se preocuparam em informar ao público em geral o perfil do contingente empregado.

A remuneração da diretoria foi um dos itens que apresentaram frustrações diante das expectativas de informes voltados à transparência da gestão. Nos anos recentes, repercutem em diversos periódicos as estratégias, montantes e formas de remuneração da diretoria. Entretanto, não houve por parte das empresas, preocupação com a divulgação dessas informações. A divulgação das informações sobre a remuneração, que passou a ser uma exigência, não foi

difundida neste relatório. Também não foram encontrados informes sobre a política e base da remuneração variável e o cumprimento de objetivos e metas sequer foi mencionado. Apenas uma empresa divulgou no ano de 2008 a remuneração da diretoria. Este item deixa lacunas que ainda poderão ser exploradas por ocasião da melhoria da qualidade deste relatório. Uma possível explicação para esse fato pode ser a obrigatoriedade de divulgação do Formulário de Referência a partir de 2009 pela CVM, no qual a remuneração da diretoria deve ser divulgada e, com isso, as empresas podem estar deixando de incluir essa informação no RA.

Tabela 3: Frequência dos itens e quesitos avaliados da descrição geral da gestão

Descrição Geral da Gestão			
a) Descrição dos negócios, produtos e serviços:	29,15	f) Formas de Disclosure	17,49
Detalha o foco estratégico de atuação	7,77	Apresentações aos Investidores	1,20
Detalhes das fontes de Receitas	8,37	Conferencia WEB ou outras	0,90
Apresenta autocrítica do negócio, produto ou serviço	6,13	Calendário de Eventos	0,45
Apresenta detalhes dos canais de comercialização	6,88	Desempenho das cotações das ações em Bolsa	2,69
b) Análise da conjuntura econômica geral	17,34	Distribuição da Estrutura de Capital da empresa	4,63
Efeitos da concorrência nos mercados	0	Distribuição de Dividendos	7,62
Efeitos dos atos dos governos relacionado a tributos	0,15	j) direitos dos acionistas e dados de mercado:	8,82
Efeitos dos atos dos governos relacionados a regulamentações	3,14	Políticas relativas à distribuição de direitos	3,74
Efeitos dos juros, cambio sobre as Operações	6,73	Desdobramentos e agrupamentos	0,90
Efeitos da conjuntura internacional sobre Vendas	4,78	Valor patrimonial por ação, negociação e cotação das ações em bolsas de valores	4,18
Outros fatores exógenos que afetaram o desempenho da Empresa	2,54	k) perspectivas e planos para o próximo exercício social	10,61
c) Análise dos Recursos Humanos:	9,72	Expectativa da administração para o próximo exercício social	6,87
Número de empregados no término dos dois últimos exercícios	3,74	Bases ou premissas e fundamentos das expectativas	0,60
Turnover nos dois últimos anos	0,75	Planos previstos	3,14
Segmentação da mão de obra segundo a localização geográfica	0,15	L) Capacidade Ociosa	0
Nível educacional	0	Nível em uso durante o ano	0
Investimento em treinamento	4,93	Razões da ociosidade anormal	0
Fundos de seguridade e outros planos sociais	0,15	M) Fundos de Pensão	0
d) Remuneração da Diretoria	0,14	Custo anual, incluindo todas as suas contribuições	0
Divulgação da Remuneração da Diretoria	0,14	Método de determinação de custos	0
Política de Remuneração Variável	0	Tipo de plano (benefício definido, contribuição definida, misto)	0
Bases da Remuneração Variável	0	Obrigações vencidas	0
Cumprimentos de Objetivos e Metas no Exercício	0	Compromissos estatutários relativos às insuficiências patrimoniais	0
e) Autocrítica do Desempenho da Gestão	6,73	Valor da insuficiência e suas razões	0
Reuniões periódicas sobre as ações da Diretoria	0,45	Taxas de contribuição atual e futuras, aprovadas ou previstas	0
Divulgações de Análise Financeiras Trimestrais	0,75	Relação de contribuição patrocinadora/participantes	0
Análise das diferenças entre o plano previsto e o realizado	0,00	Data da última reavaliação atverdana aprovada	0
Análise do cumprimento de exigências previstas em Acordo de Acionistas, Estatuto Social, entre outros	1,34		
Análise do cumprimento de exigências previstas em Contratos de Serviços com Terceiros	0,00		
Análise do cumprimento de exigências previstas quanto ao Código de Ética	0,90		
Análise do cumprimento de exigências previstas com os Fomecedores	0,90		
Análise do atendimento dos procedimentos previstos pelos órgãos reguladores	2,39		

A expectativa diante dos informes esperados quanto à autocrítica da gestão sobre seu próprio desempenho se dá sobre os fatores de sustentabilidade, apontando as causas das estratégias que foram corretas e aquelas que não foram satisfatórias. A autocrítica representa uma avaliação de reconhecimento das dificuldades, erros e acertos da gestão, acerca da estratégia, ações e resultado detalhado do desempenho realizado em relação aos objetivos formulados no início do exercício social. Isto deveria ser uma prática comum, que poderia esclarecer a atuação da gestão frente às dificuldades encontradas.

Quanto às formas de *disclosure*, são conhecidas diversas formas de divulgações de informes similares em fatos relevantes, comunicados em periódicos gerais e mídias, o que diminui a colocação destes conteúdos neste relatório. A informação relacionada à distribuição de dividendos foi a que apresentou melhor desempenho e representa um dos principais atrativos das empresas de capital aberto. A distribuição da estrutura de capital busca identificar o perfil do grupo de investidores que detém o controle da empresa. É importante identificar se o grupo

que detém o controle é pertencente a um ou diferentes grupos de capital. Por ter caráter informativo para investidores que não desejam a participação no controle de gestão da empresa e sem qualquer interferência no grupo de controle, esperava-se que essa informação fosse mais divulgada, o que não se confirmou.

Quanto aos direitos dos acionistas e dados do mercado o valor patrimonial por ação, negociação e cotação das ações em bolsas de valores apresentou a maior frequência (4,18%), seguida pelas políticas relativas à distribuição de direitos com 3,74% e desdobramentos e agrupamentos com 0,90%. Apesar de ser de interesse dos investidores, os informes sobre desdobramento e agrupamento das classes de ações foram apontados por duas empresas e apenas nos três últimos anos.

As informações apresentadas no tópico de perspectivas e planos para o próximo exercício social representam uma descrição geral do que os gestores esperam de suas empresas, que deveriam ser descritas em planos e perspectivas. A preocupação com a difusão destas informações foi retratada com 6,87%, sendo que 3,14% evidenciaram os planos previstos e apenas 0,60% apontaram as bases e fundamentos das expectativas.

A expectativa com o item capacidade ociosa, mesmo no setor comercial, era conhecer o nível de utilização da capacidade instalada frente ao cenário do mercado. Especialmente com as oscilações das condições macroeconômicas desde 2008, é uma importante variável externa para o planejamento estratégico das empresas. No entanto, observou-se a completa ausência de informações sobre o tema, sendo que nenhuma empresa em nenhum ano apresentou informações a este respeito. Apesar das dificuldades enfrentadas por algumas empresas em suas performances, nenhuma delas se preocupou em apresentar qualquer destaque quanto ao nível de utilização da capacidade instalada ou as razões que levassem a ociosidade, mesmo em situações de eventual anormalidade.

Quanto à evidenciação de informações sobre os fundos de pensão, nenhuma empresa em nenhum ano apresentou as mesmas. Apesar das variáveis relacionadas ao custo anual das contribuições, métodos de custeio, tipos de benefícios, compromissos da gestão previstos em estatuto, entre outros quesitos, constarem nas Notas Explicativas, era de interesse que as mesmas fossem apresentadas no RA.

Na dimensão plano estratégico, apesar das diretrizes e objetivos de longo prazo serem norteadores dos gestores, especialmente para a atratividade das empresas de capital aberto, também não foram observadas informações significativas acerca deste tópico. O total de quesitos avaliados foi de 32 em cada ano (Tabela 5); considerando-se as 15 empresas nos seis anos tem-se uma frequência esperada de 2880. Conforme a Tabela 4, a frequência observada de todas as empresas em todos os anos foi de 498, ou seja, a média geral de presença dos itens foi de 17,29%.

De acordo com a Tabela 4, a frequência entre os anos analisados apresentou aumento de 2008 a 2012 e redução em 2013. As empresas 7 e 5 foram as que apresentaram o maior número de itens no decorrer dos anos sendo, em relação à frequência observada, 13,86% e 13,45% e quanto à frequência esperada, 2,40% e 2,33%, respectivamente. Observa-se um percentual relativamente baixo (17,29%) de presença dos itens que deveriam fazer parte do RA quanto ao plano estratégico. Se forem consideradas as frequências esperadas, o percentual de 2012, que foi o ano mais representativo, aparece com 3,13%, ou seja, uma frequência mais próxima de zero do que de 100%.

Tabela 4: Frequência dos itens do planejamento estratégico

PLANO ESTRATÉGICO									
Empresa	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Total	*A	*B
1	8	9	9	9	9	9	53	1,84%	10,64%
2	3	3	1	3	4	5	19	0,66%	3,82%
3	4	4	4	3	3	4	22	0,76%	4,42%
4	6	11	11	8	8	8	52	1,81%	10,44%
5	11	13	13	10	10	10	67	2,33%	13,45%
6	8	10	11	3	4	3	39	1,35%	7,83%
7	12	11	12	10	12	12	69	2,40%	13,86%
8	0	0	0	0	0	0	0	0,00%	0,00%
9	2	4	3	9	9	8	35	1,22%	7,03%
10	6	3	5	10	8	8	40	1,39%	8,03%
11	6	6	6	7	7	7	39	1,35%	7,83%
12	0	0	0	0	0	0	0	0,00%	0,00%
13	4	8	8	11	10	10	51	1,77%	10,24%
14	0	0	0	5	6	0	11	0,38%	2,21%
15	0	0	0	0	0	1	1	0,03%	0,20%
Total	70	82	83	88	90	85	498	17,29%	100,00%
A*	2,43%	2,85%	2,88%	3,06%	3,13%	2,95%	17,29%		
B*	14%	16%	17%	18%	18%	17%	100%		

*A: Percentual em relação à frequência esperada (2880)

*B: percentual em relação à frequência observada (498)

Na análise por itens, se forem consideradas as frequências observadas, a Tabela 5 mostra que o item investimentos foi o mais frequente com 29,72%, as diretrizes e objetivos de longo prazo 21,09%, a responsabilidade social 15,86%, novos produtos e serviços 13,25% proteção ao meio ambiente 8,43%, reformulações administrativas com 5,82%, pesquisa e desenvolvimento com 2,81%, investimentos em coligadas e controladas com 2,22% e fatores de risco com 0,80%, totalizando 100%.

Tabela 5: Frequência dos itens e quesitos avaliados do Plano estratégico

Plano Estratégico	
a) Diretrizes e Objetivos de Longo Prazo	21,09
Menção ao Plano Estratégico	4,43
Objetivos e Metas contidas no Plano	4,22
Tempo previsto no Plano	0,80
Direcionamento das Principais estratégias	5,62
Descrição das Principais Vantagens Competitivas	3,01
Descrição da Missão, Visão e Valores/ Pilares	3,01
b) investimentos:	29,72
Evolução histórica dos investimentos	4,22
Descrição dos principais investimentos realizados	10,64
Objetivos	6,03
Montantes	8,23
Origens dos recursos alocados	0,60
c) pesquisa e desenvolvimento:	2,81
Descrição dos projetos	2,81
Recursos alocados	0
Montantes aplicados	0
Situação dos projetos	0
d) novos produtos e serviços:	13,25
Descrição de novos produtos, serviços	7,63
Expectativas a eles relacionadas	5,62
e) Fatores de Risco	0,80
Descrição dos principais riscos operacionais	0,40
Descrição dos principais riscos financeiros	0,40
f) Responsabilidade Social	15,86
Descrição das mobilizações sociais	9,24
Detalha perfil dos empregados	0,60
Descreve Investimento na capacitação de pessoal	4,82
Apresenta informes sobre turnover	1,00
Montante dos investimento realizados na área	0,20
g) proteção ao meio-ambiente:	8,43
Descrição dos programas relacionados	7,02
descrição e objetivos dos investimentos efetuados	1,41
Montante aplicado	0,00
h) reformulações administrativas:	5,82
Descrição das mudanças administrativas	3,41
Reorganizações societárias	2,41
Programas de racionalização	0,00
i) investimentos em controladas e coligadas	2,22
Indicação dos investimentos efetuados	2,22
Objetivos das inversões	0,00

Não foram observados volumes de informações significativos relacionados às diretrizes e aos objetivos de longo prazo, pois este conjunto de informações apresentou um nível baixo de informações apontadas, considerando sua importância para os investidores. Há que ressaltar, entretanto, que algumas matérias são destacadas em outras modalidades de informes,

especialmente em páginas eletrônicas, que tratam das divulgações relativas à descrição de missão, valores, visão, vantagens competitivas e direcionamento das principais estratégias.

O item investimentos é o que apresentou maior volume de informações. A classificação contábil para gastos com pesquisa e desenvolvimento foi modificada com a mudança da legislação societária (Lei 11.638/2007). Dessa forma, a divulgação no RA era uma expectativa por representar uma das alternativas de evidenciação dos investimentos em pesquisa e também em desenvolvimento. Entretanto, foram encontradas referências apenas no tocante à descrição de projetos de pesquisa e desenvolvimento em apenas quatro empresas da amostra. Apesar do volume de informações relacionado a investimentos, os aspectos sobre pesquisa e desenvolvimento, como situação dos projetos e recursos alocados não foram tratados pelas empresas.

As expectativas acerca do item novos produtos e serviços decorrem dos diversos referenciais que apontam a inovação e desenvolvimento de novos produtos como diferencial competitivo das empresas em geral. O interessante é que, apesar do volume de informações sobre novos produtos e serviços, pouco foi explorado sobre os gastos com pesquisa e desenvolvimento.

No item fatores de risco, apenas uma empresa evidenciou informações sobre a descrição dos principais riscos operacionais e a descrição dos principais riscos financeiros, em apenas dois anos. O aumento do grau de risco que as empresas estão expostas, (risco de negócio, risco de mercado, riscos tributários, risco cíveis, riscos trabalhistas, riscos tecnológicos) indicam que as mesmas buscam formas de proteção criando diversas estratégias de defesa. Apesar da descrição destas informações nas Notas Explicativas e no Formulário de Referência, uma empresa se preocupou em detalhar estas informações no RA. Sequer há indício quanto aos principais tipos de risco. A necessidade de controle e gerenciamento eficazes do risco tem feito com que as empresas passem a primar pelo aperfeiçoamento das técnicas utilizadas para avaliar riscos, adotando técnicas de *compliance* com o desenvolvimento de inúmeros modelos quantitativos.

Quanto ao item responsabilidade social, o desenvolvimento sustentável busca satisfazer as necessidades presentes sem comprometer a capacidade das gerações futuras de suprir as próprias necessidades. A transparência em relação à sustentabilidade das empresas é de interesse de diferentes públicos, incluindo financiadores, trabalhadores, organizações não governamentais, investidores, etc. Há que se ressaltar que o volume de informações (15,86%) a respeito da responsabilidade social pode ter como explicação a divulgação de informações no Balanço Social e na Demonstração do Valor Adicionado. Nos últimos anos, as sociedades anônimas têm apresentado também o relatório de sustentabilidade, num formato, que visa servir como um modelo amplamente aceito para a elaboração de relatórios sobre o desempenho econômico, ambiental e social de uma organização.

As informações relacionadas à proteção ao meio ambiente ainda são bastante incipientes e o volume de informações contido nos relatórios de administração não condiz com a intensidade de divulgação da mídia geral.

Quanto às reformulações administrativas, este item obteve baixo índice de informações. Percebe-se com os números que a estrutura societária das empresas é pouco difundida, levando a conhecimento genérico das mudanças, sem identificar as alterações dos perfis dos gestores, que deverão ser buscadas em outros relatórios como o ITR/CVM.

No tocante aos investimentos realizados em outras empresas, seja sob a forma de coligada, controlada ou simples investimentos, são evidenciadas em notas explicativas e fatos relevantes. Adicionalmente, busca-se no relatório de administração a divulgação não estruturada destes informes, como forma de orientar outros usuários com informações sobre os objetivos deste investimento. Estas informações realçam que uma das principais estratégias de crescimento adotada pelas empresas é a formação de parcerias ou aquisições de participações

em outras empresas. No entanto, essa informação apareceu com 2,22% de frequência observada. O quesito indicação dos investimentos efetuados foi apresentado por cinco empresas, já os objetivos das inversões não teve apresentação em nenhuma. Ressalta-se que a evidenciação das informações sobre investimentos em sociedades controladas e coligadas está disposta no artigo 243 da Lei 6.404/76 e, mesmo assim, percebe-se uma apresentação muito aquém do esperado.

Quanto à dimensão performance, a apresentação do desempenho é o principal motivo da elaboração do RA. Dessa forma, a descrição da performance numa linguagem acessível ao público comum acaba por se constituir numa estratégia de atratividade da empresa. Em geral, avaliar desempenho consiste no meio de monitorar as ações para verificar se as metas, planos e objetivos estão sendo cumpridos. É um instrumento que permite mensurar os resultados obtidos pelos gestores diante das metas, definindo em quais aspectos atendeu (ou deixou de atender) as expectativas do conselho de administração, sócios e investidores.

Nesta dimensão foram observados os maiores conteúdos de informações. O total de quesitos avaliados foi de 20 em cada ano (Tabela 7), considerando-se as 15 empresas nos seis anos tem-se uma frequência esperada de 1800. De acordo com a Tabela 6, a frequência observada de todas as empresas em todos os anos foi de 621, ou seja, a média geral de presença dos itens foi de 34,50%, a maior entre as dimensões analisadas, porém uma frequência baixa se comparada ao esperado de 100%.

Conforme a Tabela 6, a frequência entre os anos analisados caiu de 2008 para 2009, depois aumentou até 2012, apresentando o mesmo percentual em 2013. As empresas 7 e 6 foram as que apresentaram o maior número de itens no decorrer dos anos, 13,20% e 12,56% de frequência em relação ao observado e 4,56% e 4,33% em relação à frequência esperada, respectivamente.

Tabela 6: Frequência dos itens da performance

Empresa	PERFORMANCE							Total	*A	*B
	2008	2009	2010	2011	2012	2013				
1	5	8	8	9	9	9	48	2,67%	7,73%	
2	5	5	4	5	9	9	37	2,06%	5,96%	
3	7	7	7	8	8	8	45	2,50%	7,25%	
4	9	11	11	9	10	10	60	3,33%	9,66%	
5	10	10	10	12	12	12	66	3,67%	10,63%	
6	14	13	13	12	13	13	78	4,33%	12,56%	
7	10	12	12	16	16	16	82	4,56%	13,20%	
8	1	1	1	0	0	0	3	0,17%	0,48%	
9	10	10	10	10	10	11	61	3,39%	9,82%	
10	20	6	11	11	12	12	72	4,00%	11,59%	
11	2	2	2	2	2	2	12	0,67%	1,93%	
12	2	2	2	2	2	2	12	0,67%	1,93%	
13	3	3	4	5	5	5	25	1,39%	4,03%	
14	2	2	2	1	1	0	8	0,44%	1,29%	
15	2	2	2	2	2	2	12	0,67%	1,93%	
Total	102	94	99	104	111	111	621	34,50%	100%	
A*	5,67%	5,22%	5,50%	5,78%	6,17%	6,17%	34,50%			
B*	16%	15%	16%	17%	18%	18%	100%			

*A: Percentual em relação à frequência esperada (1880)

*B: percentual em relação à frequência observada (621)

Se forem considerados os itens, conforme Tabela 7, o item vendas foi o mais frequente com 33,17%, resultado 27,70%, despesas e custos 23,03%, endividamento 9,50% e produtividade 6,60%, totalizando 100%.

Tabela 7: Frequência dos itens e quesitos avaliados da Performance

Performance			
a) Vendas	33,17	c) Endividamento	9,50
Histórico das vendas dos últimos anos	9,82	Detalha financiamentos por modalidade	7,25
Descrição por segmento ou linha de produto	8,06	Informa os custos dos financiamentos	1,45
Análise em relação a anos anteriores	10,14	Informa os prazos contratados	0,00
Descreve modalidade de vendas (Cartão, Prazo etc)	5,15	Informa renegociação dos contratos	0,80
b) Despesas e Custos	23,03	d) Resultado	27,70
Análise do CMV	1,61	Apresenta EBTDA	9,66
Detalha despesas com vendas	5,80	Apresenta análise do Resultado Obtido	11,12
Detalha despesas tributárias	1,12	Faz proposta de distribuir dividendos	6,92
Detalha resultados financeiros	5,80	e) Produtividade	6,60
Detalha despesas administrativas	5,80	Descreve produtividade nas vendas	3,70
Detalha inadimplência ou perdas no crediário	2,90	Descreve relações positivas com fornecedores	0,97
		Análise do estoque	1,93

Das variáveis relacionadas em vendas, destacam-se os itens análise em relação a anos anteriores e histórico das vendas dos últimos anos, que caracterizam informações recomendadas pela legislação e fornecem ao investidor, a possibilidade de análise do valor agregado gerado pela empresa.

Apesar das informações do item despesas e custos estarem evidenciadas de alguma forma em outros relatórios, observou-se uma preocupação na evidenciação deste item nos RA's analisados. Isso é importante na medida em que os números são analisados e detalhados, fornecendo informações menos técnicas e com maior facilidade de entendimento.

Quanto ao item endividamento, apesar da obrigatoriedade da apresentação das modalidades de financiamento nas Notas Explicativas, nestes relatórios foram observadas poucas referências apontadas pelas empresas. No geral, este item, apresentou um baixo volume de informações, considerando-se sua relevância para os investidores e interessados nas organizações.

Por ser uma informação relevante acerca da performance de qualquer empresa, as informações sobre o item resultado apontou uma frequência de 27,70% dos valores observados. As informações acerca do quesito propostas de distribuição dos dividendos apresentaram frequência de apenas 6,92%, destacando-se que este item está disposto no artigo 118, § 5º da Lei 6.404/76, que menciona sua divulgação no relatório, ou seja, é obrigatório.

Apesar da produtividade representar um referencial para avaliar a competitividade da empresa, foi observado baixo volume de informações a respeito. As informações sobre a produtividade tratam da performance em áreas específicas da empresa, conforme as variáveis relacionadas e analisadas. Em todos os itens analisados nesta dimensão, os resultados foram incipientes para caracterizar uma evidenciação próxima dos 100% dos informes disponibilizados aos usuários através do RA.

Ressalta-se que as análises dos itens apresentados nas Tabelas 3, 5 e 7 se referem às quantidades observadas. Quando comparados com a quantidade esperada, a frequência de evidenciação se mostra mais próxima de zero do que de 100%, ressaltando a lacuna de informações que as empresas ainda podem explorar no RA.

4.2 Análise dos Fatores

Com o objetivo de analisar a influência dos fatores porte, retorno sobre o patrimônio líquido, retorno sobre o ativo, participação acionária e segmento de governança, na evidenciação de informações, foi aplicado um modelo de regressão linear agrupada, sendo utilizado o método dos mínimos quadrados ordinários (MQO). Por não apresentar significância estatística, foi excluída a variável "participação acionária" e os resultados finais estão contemplados na equação 4.2.1:

$$Y_t = -0,5388733 + 0,2112021 \text{ roe} + 0,2877453 \text{ roa} + 0,0333788 \text{ porte} + 0,0885728 \text{ seggov} + u_t \quad (4.2.1)$$

ep	(0,1033377)	(0,0600989)	(0,1729302)	(0,0049369)	(0,0234368)
t	-5,21	3,51	1,66	6,76	3,78
p	0,000*	0,001*	0,102**	0,000*	0,000*
R ² ajustado	= 0,67900		GL = 56		
F _{5,51}	= 30,62		valor de p = 0,00000		

Notas: *Estatisticamente significativo a 1%; **Estatisticamente significativo a 10%

De acordo com o R² ajustado, a regressão explica 67,9% do comportamento das empresas da amostra em evidenciar informações (DIG), sendo os 22,1% restantes explicados por outros fatores não captados pelo modelo. Conforme o teste F, o modelo é válido como um todo, ou seja, a 1% de significância, há evidências suficientes para apoiar a afirmativa de que as variáveis “roe”, “roa”, “porte” e “seggov”, ao atuarem conjuntamente, exercem influência sobre DIG.

Dentre os fatores analisados, “porte”, por ter o menor erro padrão (0,0333788), apresenta-se como o estimador de maior precisão ($p = 0,000$) e “roa”, como o de menor precisão (erro padrão = 0,2877453). Individualmente, “roe”, “porte” e “seggov”, com nível de significância de 1% são considerados estatisticamente significativos; há, portanto, evidências suficientes para apoiar a afirmativa de que tais fatores influenciam as empresas na evidenciação de informações. A variável “roa” é estatisticamente significativa a 10%.

De acordo com o modelo, todas as variáveis explicativas apresentam relação positiva com o nível de evidenciação (DIG), verificado pelo sinal positivo dos coeficientes (betas).

Na sequência, foram realizados testes para verificar se os dados estão de acordo com as suposições do modelo de regressão múltipla linear clássica. De acordo com a suposição da normalidade dos dados, os erros devem ser normalmente distribuídos (GREEN, 2002), assegurando que os valores p para os testes t e F sejam válidos. Para tanto foi aplicado o teste Shapiro-Wilk (*swilk* no Stata). O resultado (Prob = 0,06765) indica não ser possível rejeitar que r seja normalmente distribuído.

A homocedasticidade é a suposição do modelo de regressão linear clássico de que os distúrbios da função de regressão apresentam a mesma variância (GUJARATI; PORTER, 2011; GREEN, 2002). O teste Breusch-Pagan (*hettest* no Stata) foi utilizado para testar a hipótese nula de que a variância dos resíduos seja homogênea. O resultado apresentou um valor $p = 0,4218$, indicando a aceitação da hipótese nula de que a variância seja homogênea.

A multicolinearidade significa a existência de um exato relacionamento linear entre algumas ou todas as variáveis explanatórias do modelo de regressão (GUJARATI; PORTER, 2011). O termo colinearidade implica que duas variáveis são combinações lineares quase que perfeitas uma da outra, quando envolve mais de duas variáveis é denominada multicolinearidade. À medida que o grau de multicolinearidade aumenta, os coeficientes do modelo de regressão tornam-se instáveis e os erros-padrão inflam, *vif* representa um fator de inflação da variância. Como regra geral, uma variável cujos valores *vif* sejam maiores do que 10 merecem uma investigação mais aprofundada. De acordo com a Tabela 8, as variáveis “roa”, “porte”, “roe” e “seggov” não apresentam preocupação.

Tabela 8: Resultados do teste *vif* para multicolinearidade

Variable	VIF	1/VIF
Roa	2,13	0,469642
Porte	1,95	0,511515
Roe	1,46	0,686296
Seggov	1,32	0,755965
Mean VIF	1,72	

Uma das suposições do modelo de regressão linear clássico é que o modelo de regressão utilizado nas análises seja corretamente especificado (GUJARATI e PORTER, 2011). De acordo com o teste “linktest”, se uma regressão é adequadamente especificada, não seria encontrada qualquer variável independente adicional que fosse significativa a não ser por

probabilidade. O “linktest” cria duas novas variáveis, a variável de predição “_hat” e a variável de predição ao quadrado “_hatsq”, sendo então refeito o modelo. O “_hat” deveria ser significativo desde que é o valor predito; já o “_hatsq” não deveria, porque se o modelo é especificado corretamente, as predições ao quadrado não teriam muito poder de explicação. À 5% de significância, observando as variáveis “hat” e “_hatsq” conforme Tabela 9, o “linktest” falhou para rejeitar a suposição de que o modelo seja corretamente especificado.

Tabela 9: Resultados do *linktest* para especificação do modelo

Nº de observações: 57						
F(2, 54) = 63,64						
Prob > F = 0,0000						
R ² = 0,7021						
R ² ajustado = 0,6911						
Root MSE = 0,07452						
Source	SS	Df	MS			
Model	0,70678597	2	0,353392985			
Residual	0,2998386	54	0,005552567			
Total	1,00662457	56	0,017975439			
bbc3so	Coef.	Std. Err.	T	P> t	[95% Conf. Interval]	
_hat	0,9310208	0,3897663	2,39	0,020	0,1495865	1,712455
_hatsq	0,1626251	0,8948305	0,18	0,856	-1,631402	1,956652
_cons	0,0052138	0,0367979	0,14	0,888	-0,0685615	0,0789891

O *ovtest* executa um teste de erro de especificação de regressão para variáveis omitidas. Ele cria novas variáveis com base nos preditores e refaz o modelo usando tais variáveis para ver se qualquer uma delas seria significativa. O *ovtest*, conforme Tabela 10, indica não existirem variáveis omitidas. Sendo assim, ambos os testes indicam não haver erro de especificação.

Tabela 10: 1 Resultado do *ovtest* para especificação do modelo

Ovtest
Ramsey RESET test using powers of the fitted values of dig
Ho: model has no omitted variables
F(3, 42) = 0,22
Prob > F = 0,8837

De acordo com os resultados, é possível afirmar que empresas maiores que aderiram a algum nível de governança (no caso da amostra, a Hypermarcas está no Nível 2 e as demais, no Novo Mercado) e com maior rentabilidade, possuem, em média, maiores níveis de divulgação das informações do RA do que as demais empresas selecionadas. Com isso é possível aceitar as hipóteses H1, H3 e H4. Quanto à hipótese H2, não foi obtida a significância estatística para aceitar a mesma.

Quanto ao porte, assim como nos trabalhos de Eng e Mak (2003), Leventis e Weetman (2004), Murcia e Santos (2009) e Hossain e Hammami (2009), foi encontrada relação positiva com o nível de divulgação. Para Aljifri (2008), algumas razões para isso é que empresas maiores são mais motivadas a aumentar o nível de *disclosure* para ganhar a confiança dos investidores e também pelo fato de que o custo da disseminação dessas informações ser menor em grandes empresas por terem mais recursos para tal fim. Destaca-se que os trabalhos citados pesquisaram a divulgação de informações voluntárias, o que não é o caso deste trabalho, mas os resultados apontam que o porte também influencia a quantidade de informações obrigatórias divulgadas. Ali, Ahmed e Henry (2004) argumentam que o porte tem sido associado com o volume de *disclosure* tanto voluntário quanto obrigatório. Nesse caso, uma explicação pode ser a visibilidade maior das empresas de grande porte no caso de possíveis problemas com órgãos reguladores devido ao não cumprimento dos requisitos mínimos de divulgação.

A adesão aos níveis de governança também foi encontrada no trabalho de Murcia e Santos (2009). Embora mensurado de forma diferente, Eng e Mak (2003) também encontraram essa

relação com algumas das variáveis de governança. Essa variável é importante na medida em que a adesão a algum nível de governança reforça a preocupação da empresa com a transparência e *accountability*, o que pode levar a divulgação de mais informações.

Em relação à rentabilidade, ao contrário dos achados dessa pesquisa, os trabalhos de Eng e Mak (2003), Leventis e Weetman (2004), Aljifri (2008), Hossain e Hammami (2009) e Murcia e Santos (2009) não encontraram relação significativa entre rentabilidade e nível de divulgação. Watts e Zimmerman (1986) argumentam que empresas mais lucrativas são mais vulneráveis a intervenções regulatórias, tornando-as mais interessadas em evidenciar informações detalhadas em seus relatórios anuais de forma a justificar seu desempenho financeiro e reduzir custos políticos. Essa pode ser uma das razões para que as empresas da amostra com rentabilidade média maior divulgassem mais informações.

Os resultados desta pesquisa apresentam evidências sobre fatores que podem determinar a divulgação no RA. De forma prática possibilita aos usuários conhecer as características de divulgação verificando o tipo de empresa que apresenta mais transparência nesse relatório, além de fornecer evidência empírica sobre os itens mais e menos divulgados.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em síntese, os dados da pesquisa mostraram que, apesar da importância da qualidade das informações, da preocupação com a divulgação de informes aos usuários externos por parte das empresas de capital aberto, e das recentes mudanças na legislação societária, buscando aprimorar as informações divulgadas, não foi perceptível nesta pesquisa uma evidenciação abrangente em relação aos assuntos/temas que deveriam fazer parte do RA. Conclusão semelhante ao estudo de Couto (2009), que diz respeito ao item planejamento estratégico.

Destaca-se que, a despeito das análises abrangerem períodos pré e pós a obrigatoriedade das novas normas de contabilidade, apesar do conteúdo deste relatório não ser afetado diretamente pelas propostas de alteração, em nenhum item analisado foi encontrada diferença significativa entre períodos, apresentando de forma geral aumento ou redução de um ponto percentual. Na dimensão Descrição geral houve queda de 2010 para 2011 no nível de evidenciação dos itens selecionados e depois estagnou até 2013; no Plano Estratégico houve aumento até 2012 e depois queda em 2013 e, na Performance, aumento após 2010 e estagnação em 2013. Esse fato foi uma surpresa para os pesquisadores, uma vez que eram esperadas frequências próximas de 100% nas informações após a adoção das normas tendo em vista a preocupação com a melhoria da informação evidenciada ocorrida em função do processo de internacionalização.

Segundo os dados da pesquisa, não foi encontrado um padrão de crescimento ou evolução em relação às informações evidenciadas nos RA's por períodos. Além disso, foi verificado que o volume de informações contido nos relatórios não obedece a um padrão de segmento específico e longe do ideal, proposto como parâmetro da pesquisa, não apresentam consistência nos informes apontados. As informações de certa forma são bastante relativas de empresa para empresa e, portanto, a preocupação com as exigências dos usuários externos também são relativas. Isto foi observado, sem representar um fato absoluto, pois não houve por parte das empresas, preocupação em divulgar algumas variáveis elencadas, como "Capacidade Ociosa" e "Fundo de Pensão" na dimensão Descrição Geral da Gestão e "Pesquisa e Desenvolvimento" na dimensão Plano Estratégico. Tais observações podem sugerir que a falta de informações pode ser prejudicial à qualidade da informação gerada e, por outro lado, a própria companhia pode perder a oportunidade de divulgação de ações que podem ser atrativas para os investidores.

Em relação à questão de pesquisa quanto aos fatores que podem determinar o nível de divulgação, foi encontrada relação positiva e significativa com o porte, o segmento de governança e a rentabilidade. Destaca-se que os trabalhos usados como base para tal avaliação

investigaram a divulgação de informações voluntárias e este trabalho se baseou em informações obrigatórias. Desse modo, os resultados podem auxiliar os órgãos de regulamentação com informações sobre o nível de divulgação encontrado, bem como, sobre os fatores que podem estar afetando a evidenciação no RA nas empresas da amostra. Ainda, sinaliza para os investidores as empresas que estão se preocupando mais com a divulgação das informações do RA e, para os responsáveis pela sua elaboração, em que aspectos estas podem melhorar.

As empresas objeto do estudo foram escolhidas de forma intencional e não probabilística, por isso, os resultados desse estudo estão limitados à amostra investigada, não podendo ser usados para inferências sobre outras empresas, outros períodos ou outros tipos de informações divulgadas.

Nota-se que é possível melhorar a qualidade do RA, visto que ainda existem muitas informações que podem ser inclusas no mesmo. Por isso, uma recomendação é a observação de qual deveria ser o conteúdo desse relatório, como forma de aumentar a evidenciação e melhorar a qualidade do mesmo. Outra recomendação é a extensão dessa avaliação para outros setores, ou mesmo, empresas de setores diferentes, uma vez que estudos (LEVENTIS; WEETMAN, 2004; ALJIFRI, 2008; MURCIA; SANTOS, 2009) verificaram que o setor pode afetar o nível de divulgação.

REFERÊNCIAS

AHMED, K. COURTIS, J. K. Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: a meta-analysis. **British Accounting Review**, vol. 31, p. 35-61, 1999. <http://dx.doi.org/10.1006/bare.1998.0082>

ALI, M. J.; AHMED, K.; HENRY, D. Disclosure compliance with national accounting standards by listed companies in South Asia. **Accounting and Business Research**, vol. 34, n. 3, p. 183-199, 2004. <http://dx.doi.org/10.1080/00014788.2004.9729963>

ALJIFRI, K. Annual report disclosure in a developing country: the case of the UAE. **Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting**, vol. 24, p. 93-100, 2008.

ARCAY, R. B.; VAZQUEZ, F. M. Corporate characteristics, governance rules and the extent of voluntary disclosure in Spain. **Advances in Accounting**, vol. 21, p. 299-331, 2005. <http://dx.doi.org/10.1016/j.adiac.2008.05.001>

BRASIL. **Lei nº 6.385**, de 07 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm>. Acesso em: 01 jul. 2014.

_____. **Lei nº 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404compilada.htm>. Acesso em: 01 jul. 2014.

_____. **Lei nº 11.638**, de 28 de dezembro de 2007. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/11638.htm>. Acesso em: 01 jul. 2014.

BEATTIE, V.; MCINNES, V.; FEARNLEY, S. A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. **Accounting Forum**, vol. 28, p. 205-236, 2004. <http://dx.doi.org/10.1016/j.accfor.2004.07.001>

BM&FBOVESPA (BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS). Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/>.

BRYAN, Stephen H. Incremental information content of required disclosures contained in management discussion and analysis. **The Accounting Review**. Vol.72, n.2, 285-301, april, 1997. <http://www.jstor.org/stable/248557>

COUTO, Priscilla B. **A evidenciação de informações sobre planejamento estratégico nas demonstrações contábeis de divulgação obrigatória: uma análise das empresas do novo mercado da Bovespa**. XI Congresso Internacional de Costos e Gestion, Anais...2009.

CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS). **Cartilha de Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 01 jul. 2014.
_____. Instruções e Pareceres de Orientação. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 01 jul. 2014.

DANTAS, José A.; ZENDERSKY, Humberto C.; SANTOS, Sérgio C.; NIYAMA, Jorge K. **A dualidade entre os benefícios do disclosure e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação**. E & G Economia e Gestão, v. 5, n. 11, p. 56-76, Belo Horizonte, dez. 2005.

ENG, L. L.; MAK, Y. T. Corporate governance and voluntary disclosure. **Journal of Accounting and Public Policy**, vol. 22, p. 325-345, 2003. [http://dx.doi.org/10.1016/S0278-4254\(03\)00037-1](http://dx.doi.org/10.1016/S0278-4254(03)00037-1)

GALLON, Alessandra V. **Evidenciação contábil nos relatórios da administração das empresas participantes dos níveis de governança da Bovespa**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Universidade Regional de Blumenau. Blumenau, 2006.

GALLON, Alessandra. V.; BEUREN, Ilse M. e HEIN, Nelson. **Evidenciação Contábil: itens de maior divulgação nos relatórios da administração das empresas participantes dos níveis de governança da Bovespa**. Revista Contabilidade Vista e Revista. V. 19, n. 2, p. 141-165, Belo Horizonte, abr./jun. 2008.

GODOI, Paulo N. A. **Análise da Legibilidade do Relatório da Administração publicado por companhias brasileiras de capital aberto**. Dissertação de Mestrado. FECAP – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado. São Paulo, 2002.

GREEN, W. H. **Econometric Analysis**. 5. Ed. New Jersey, Prentice Hall, 2002.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria básica**. 5 ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.

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

HOSSAIN, M.; HAMMAMI, H. Voluntary disclosure in the annual reports of an emerging country: The case of Qatar. **Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting**, vol. 25, p. 255-265, 2009. <http://dx.doi.org/10.1016/j.adiac.2009.08.002>

Interbrand. Marcas brasileiras mais valiosas. In: <http://www.rankingmarcas.com.br/>.

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

LEVENTIS, S.; WEETMAN, P. Voluntary disclosures in an emerging capital market: some evidence from the athens stock exchange. **Advances in International Accounting**, vol. 17, p. 227-250, 2004. [http://dx.doi.org/10.1016/S0897-3660\(04\)17011-6](http://dx.doi.org/10.1016/S0897-3660(04)17011-6)

LEUZ, C. Cross listing, bonding and firms' reporting incentives: A discussion of Lang, Raedy and Wilson. **Journal of Accounting and Economics**, vol. 42, p. 285-299, 2006. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.04.003>

LOPES, Alexsandro B.; MARTINS, E. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo, Atlas, 2012.

MCKINNON, J. L.; DALIMUNTHE, L. Voluntary disclosure of segment information by Australian diversified companies. **Accounting and Finance**, vol. 33, n. 1, p. 33-50, 1993. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-629X.1993.tb00192.x>

MADDEN, T. J; FEHLE, F. e FOURNIER, S. Brands matter: an empirical demonstration of the creation of the shareholder value through branding. **Journal of the academy of Marketing Science**, vol. 34, n. 2, p. 224-235, 2006. <http://dx.doi.org/10.1177/0092070305283356>

MARTINS, Eliseu; et al. **Manual de contabilidade societária**. São Paulo: Atlas, 2013.

MELO, Francisco M. A., Ponte, Vera M. R., Oliveira, Marcelle C. **Análise das Práticas de evidenciação de informações avançadas e não obrigatórias nas Demonstrações Contábeis das Empresas Brasileiras**. RCO – Revista de Contabilidade e Organizações – FEARP/USP, v. 1, n. 1, p. 30 -42. set/dez, 2007

MURCIA, F. D.; SANTOS, A. Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário das companhias abertas no Brasil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, vol. 3, n. 2, p. 72-95, 2009.

ROCHA, Carlos F. P. e PROCIANOY, Jairo L. **Disclosure das Companhias Abertas: um estudo exploratório**. Gestão.Org. Revista Eletrônica de Gestão Organizacional. V. 2, n. 3, p. 169-182, set./dez., 2004.

SANTERRE, R. E.; NEUM, S. P. Stock Dispersion and Executive Compensation. **The Review of Economics and Statistics**, vol. 68, n. 4, p. 685-687, 1986. <http://dx.doi.org/10.2307/1924529>

SILVA, César A. T.; RODRIGUES, Fernanda F. R.; Abreu, Robson L. **Análise dos Relatórios de Administração das Companhias Abertas Brasileiras: um Estudo do Exercício Social de 2002**. RAC, v. 11, n. 2, 71-92, Abr./Jun., 2007.

TEIXEIRA, Arilton C. C.; FORTUNATO, Graziela; AQUINO, André C. B.. **Relação entre transparência e o valor de mercado das empresas brasileiras de capital aberto**. In: 4. CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, São Paulo. São Paulo: FEA/USP, 2004.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. **Positive accounting theory**. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1986.

YUTHAS, Kristi; ROGERS, Rodney; DILLARD, Jesse F. **Communicative action and corporate annual reports**. *Journal of Business Ethics*. 41:(1-2), 141-157, 2002. <http://www.jstor.org/stable/25074912>