

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS – FUCAPE**

THIAGO NEIVA GUIMARÃES

CONFLITO DE INFORMAÇÕES EM RELATÓRIOS ANUAIS: um
comparativo entre seções narrativas e o desempenho financeiro de
empresas listadas na Bovespa

**VITÓRIA
2011**

THIAGO NEIVA GUIMARÃES

CONFLITO DE INFORMAÇÕES EM RELATÓRIOS ANUAIS: um
comparativo entre seções narrativas e o desempenho financeiro de
empresas listadas na Bovespa

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante, na área de concentração Gerencial.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Sanches Pagliarussi

VITÓRIA

2011

THIAGO NEIVA GUIMARÃES

CONFLITO DE INFORMAÇÕES EM RELATÓRIOS ANUAIS: Um Comparativo entre Seções Narrativas e o Desempenho Financeiro de Empresas Listadas na Bovespa

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis na área de concentração Contabilidade Gerencial.

Aprovada em 02 de setembro de 2011.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr. Marcelo Sanches Pagliarussi (FUCAPE)
Orientador

Prof. Dr. Fábio Moraes da Costa (FUCAPE)
Banca

Prof. Dr. José Elias Feres de Almeida (UFES)
Banca

Dedico este trabalho aos meus
pais, Crélia e Wanderley, por
sempre me apoiarem em todas
as minhas decisões.

AGRADECIMENTOS

Nos momentos de alegria e de vitória devemos sempre nos lembrar daqueles que contribuíram para esse momento acontecer. É mais uma importante etapa da minha vida que se conclui. Portanto, faz-se necessário agradecer a todos que participaram dessa conquista.

Por isso, agradeço a Deus por me dar saúde e capacidade para superar todos os momentos de dificuldade.

A toda a minha família, especialmente meus pais e minha irmã Thalita, pelo apoio e por compreender a importância do mestrado em minha vida e entender os motivos de todas as minhas ausências durante esse tempo nos eventos familiares.

Agradeço ao Professor Marcelo Sanches Pagliarussi pelas orientações, ideias e contribuições dadas durante todo o desenvolvimento desse trabalho que foram imprescindíveis para que ele se concretizasse.

Agradeço também aos professores Fábio Moraes e Fernando Caio pela participação e as contribuições dadas na banca de qualificação.

Aos professores Fábio Moraes José Elias Feres pela participação na banca de defesa.

Ao Professor Geraldo Alemandro Leite Filho, maior incentivador para que eu fizesse o mestrado.

Aos colegas da secretaria de pesquisa, principalmente a Silvânia, Rosi, Andreza, Lucas, Ana Rosa, que sempre me incentivaram e porque não dizer que sofreram junto nos momentos mais angustiantes.

Aos colegas do mestrado, Anderson, Luciano, Fabrício pelo companheirismo e especialmente a “SÃO THADEU” por todas as monitorias, aulas particulares e esclarecimentos de dúvidas sempre com a grande paciência que lhe é peculiar.

A Taty, por aguentar pacientemente todos os dias de *stress* por causa da dissertação.

A FUCAPE *Business School*, como instituição de ensino, por me proporcionar novos conhecimentos e novas experiências que serão valiosos por toda minha vida.

Agradeço a Fapes, pelo apoio financeiro sem o qual também não seria possível a realização desse mestrado.

E por fim, a todos os amigos de perto e de longe e todos os demais colegas, professores e funcionários da Fucape que de alguma forma deram a sua contribuição.

RESUMO

O presente trabalho teve o objetivo de verificar se há consistência entre as informações passadas nas seções narrativas dos relatórios anuais e o desempenho financeiro das empresas. A amostra foi composta por 120 empresas dentre as listadas na Bovespa no ano de 2009, sendo as 60 com maior variação positiva (lucrativas) e as 60 com maior variação negativa (não lucrativas) de resultado contábil líquido. Foram selecionadas palavras-chave referentes a três temas centrais: rentabilidade, crescimento e gestão e por meio de análise de conteúdo foi avaliado o sentido que essas palavras-chave apareciam nos relatórios (positivo quantitativo, positivo qualitativo, negativo quantitativo e negativo qualitativo). Obtidas as frequências, foram realizadas duas regressões logísticas para comparação do texto com os números, sendo uma pela frequência bruta de palavras e outra pela ponderação de termos. Os resultados mostraram que nas informações ligadas ao tema rentabilidade, o texto é coerente aos números. Nas informações referentes ao crescimento, a coerência é parcial. E quando se trata de informações ligadas à gestão, existe conflito entre as seções narrativas e o desempenho das empresas. Assim, constatou-se que quanto mais subjetivas são as informações, maior o conflito. Com isso, a conclusão final a que se chegou é de que não há uma total consistência entre as informações do texto e os números das empresas, ou seja, existe um conflito parcial nas informações.

Palavras-Chave: Relatórios anuais; Conflito de informações; Análise de conteúdo.

ABSTRACT

The present work aimed at verifying whether information delivered in narrative sections of annual reports was coherent with corporate financial performance. The sample comprised a total of 120 Bovespa listed companies in 2009, divided between the 60 companies that showed the greater positive rate of change in net results (most profitable) and the 60 that showed the greater negative rate of change (least profitable companies). Keywords concerning three main themes (profitability, growth and management) were selected and content analysis techniques used to assess the purport of these keywords in the reports, regarding four categories (positive and quantitative, positive and qualitative, negative and quantitative, negative and qualitative). Once data on the frequencies of each of these categories has been obtained, two logistic regressions were applied to compare the textual and numerical data observed: one using the gross frequency of words and another using the weighting of terms. Results showed that textual and numerical information are coherent, when profitability is the concern. Regarding growth, they are only partially coherent. And regarding management, narrative sections conflict with observable company performance: the greater the subjectivity of the information, the greater is also the conflict. The conclusion is that there is no complete coherence between the information present in the narrative sections of companies' reports and their performance numerical expression. Summarizing, in other words, a partial information conflict is observable.

Keywords: Annual reports; Information conflict; Content analysis.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estatística descritiva por frequência bruta.....	32
Tabela 2 - Regressão logística por frequência bruta.....	33
Tabela 3 - Regressão logística por ponderação dos termos	36
Tabela 4 - Resumo das hipóteses	40

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	10
2. REFERENCIAL TEÓRICO E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES	15
2.1 RELATÓRIOS ANUAIS.....	15
2.2 ESTUDOS ANTERIORES SOBRE SEÇÕES NARRATIVAS.....	17
2.3 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES.....	19
3. METODOLOGIA	23
4. ANÁLISE DOS DADOS.....	32
5. CONCLUSÃO.....	47
REFERÊNCIAS.....	49
APÊNDICE A – LISTA DAS EMPRESAS DA AMOSTRA	52

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

No mercado competitivo, toda informação disponível pode ser importante na tomada de decisões. Uma das fontes que os investidores têm para avaliar por aplicar ou não seus recursos em uma determinada empresa são os relatórios anuais publicados por elas.

No conteúdo dos relatórios anuais publicados pelas empresas denominadas sociedades anônimas estão incluídas as demonstrações financeiras e as partes narrativas (art. 133, Lei 6.404/76).

Segundo Clatworthy e Jones (2003) existe uma grande riqueza de pesquisas dedicadas às demonstrações financeiras. Já as seções narrativas não têm recebido a mesma atenção, como afirmam Abrahamson e Amir (1996). Pouca pesquisa foi realizada com as narrativas contábeis em relatórios anuais, se compararmos àquelas feitas com as demonstrações financeiras, apesar da sua importância crescente (CLATWORTHY; JONES, 2003). As pesquisas em Contabilidade têm ignorado as potenciais informações ou desinformações transmitidas nas narrativas e a forma como essas informações interagem com as informações financeiras tradicionais (SMITH, 1998).

Clatworthy e Jones (2003) reiteram a importância das seções narrativas, dizendo que elas exercem um papel crucial no relatório anual da empresa, permitindo aos gestores apresentar o desempenho anual da empresa para os usuários de uma forma facilmente acessível. Nesse mesmo sentido, Abrahamson e Amir (1996) afirmam que as partes narrativas podem ser importantes, porque

incluem outras informações úteis além das informações constantes nas demonstrações financeiras. Para Smith (1998) as seções narrativas contêm informações, muitas vezes não quantitativas, sobre aspectos econômicos e fatores específicos do setor ao qual a empresa pertence, referentes a ações atuais, estratégias futuras e outras políticas da empresa.

No entanto, existem algumas polêmicas acerca da veracidade das informações que são passadas nas seções narrativas dos relatórios anuais. Por não serem auditadas, as seções narrativas podem estar sujeitas a um gerenciamento da imagem da empresa (CLATWORTHY; JONES, 2003). Os autores sugerem que a regulamentação atual de auditoria poderia ser estendida de modo que as narrativas fossem revistas de forma mais rigorosa, para evitar esses possíveis gerenciamentos.

Balata e Breton (2005) questionaram em seu estudo com empresas Canadenses se há harmonia entre as duas partes dos relatórios anuais, justificando isso pelo fato da obrigatoriedade de auditoria nas demonstrações financeiras das sociedades anônimas de capital aberto, situação que não ocorre com as seções narrativas. Os resultados apontaram um moderado nível de divergência entre o texto e os números. Eles verificaram a presença de informações contraditórias que tendiam a produzir um efeito dissonante. Porém os autores analisaram apenas as cartas do presidente de 30 empresas.

Aspectos regulatórios pouco restritivos no Brasil com relação às seções narrativas permitem de certa forma um gerenciamento da imagem corporativa, com uma tendência de divulgação oportunista por parte dos gestores, na tentativa de criar uma impressão positiva da firma, mesmo que esse fato não seja verdadeiro (TESSAROLO; PAGLIARUSSI; LUZ, 2010).

Smith (1998) realizou um estudo verificando o conflito existente na transmissão das mensagens dos relatórios anuais. Por meio de um experimento, o autor testou se esses conflitos de mensagem poderiam alterar ou interferir nas decisões das pessoas que foram submetidas aos testes. Ele concluiu que os conflitos podem interferir nas decisões tomadas.

Buscando verificar a fidelidade do texto em relação aos números, Beynon, Clatworthy e Jones (2004) desenvolveram um método de *data mining* para tentar classificar, por meio de uma análise textual de cartas do presidente, empresas rentáveis e não rentáveis do Reino Unido e tiveram sucesso na aplicação do método.

Portanto, diante do exposto, o presente trabalho teve o objetivo de analisar se há consistência na mensagem transmitida por meio das seções narrativas dos relatórios anuais, com relação ao desempenho da empresa. O trabalho objetivou também comparar as características existentes no texto de empresas com variação positiva e negativa no resultado contábil líquido, classificadas aqui como lucrativas e não lucrativas.

Foram utilizadas para a construção do trabalho as proposições de Milgrom (1981) do que ele chama de jogo de persuasão, no qual um interessado em fornecer informações tenta influenciar a decisão de outros. Complementarmente, Grossman e Hart (1980) que afirmam que quem tem as informações e as repassa pra alguém nada tem a ganhar ocultando parte delas ou passando de forma não verdadeira, desde que haja a possibilidade de quem recebe essas informações verificar a veracidade delas ou descobrir se algo foi ocultado.

Espera-se com esse estudo trazer contribuições no sentido de tentar preencher a lacuna existente, principalmente no Brasil, de estudos relacionados à

coerência entre as mensagens passadas pelas seções narrativas dos relatórios anuais e o desempenho financeiro das empresas aos seus leitores e aos investidores. Além disso, o presente estudo não analisou apenas a carta do presidente, que pode conter um viés por ter um caráter mais pessoal de quem a elabora, sujeita a um gerenciamento de impressões, como fizeram alguns trabalhos anteriores (ABRAHAMSON; AMIR, 1996; HYLAND, 1998; CLATWORTHY; JONES, 2003), mas toda a seção narrativa contida nos relatórios anuais.

Busca-se ainda verificar se essa pesquisa aplicada num ambiente diferente do estudado anteriormente no Canadá por Balata e Breton (2005), no sentido do conflito das mensagens entre às seções narrativas e as demonstrações financeiras, aplicada num país com níveis de cultura organizacional, concentração acionária e de desenvolvimento diferentes terão resultados semelhantes ou não àqueles encontrados pelos autores.

Ademais, seguindo Balata e Breton (2005), o foco de palavras-chave que tem conexão direta com indicadores de desempenho relacionados aos temas de rentabilidade, crescimento e gestão permite desenvolver medidas de avaliação desses textos a partir da análise de conteúdo.

Para atingir os objetivos propostos, foram coletados no *site* da Bovespa os relatórios anuais de todas as empresas listadas no ano de 2009 e selecionados os 120 com maior variação de resultado contábil líquido, sendo os 60 com maior variação positiva e os 60 com maior variação negativa. Foi empregada nesses 120 relatórios selecionados a técnica de análise de conteúdo, por meio da análise da frequência de palavras-chave pré-determinadas associadas aos temas de rentabilidade, crescimento e gestão e em que sentido elas apareciam no texto (positivo quantitativo, positivo qualitativo, negativo quantitativo ou negativo

qualitativo). A partir da soma dessas frequências, foram obtidas as variáveis para realização das regressões logísticas.

Foram realizadas duas regressões logísticas, sendo uma pela frequência bruta da ocorrência de cada palavra-chave nos textos e outra pela ponderação de termos desenvolvida por Manning e Schütze (1999). Os resultados mostraram que para as informações referentes à rentabilidade, o texto é consistente com os números. Já para as informações referentes a crescimento e gestão existe um conflito entre as duas partes.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

2.1 RELATÓRIOS ANUAIS DE ADMINISTRAÇÃO

No Brasil, segundo o art. 133 da Lei 6.404/76, todas as empresas classificadas como sociedades anônimas devem publicar anualmente, dentre outros, o relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo e as demonstrações financeiras. Nesses relatórios estão incluídas as seções narrativas, onde as empresas podem explicar com maior riqueza de detalhes os fatos ocorridos durante o exercício e projeções futuras.

O parecer de orientação da CVM nº 15, de 28 de dezembro de 1987, define também os tópicos e o conteúdo mínimo que deve estar contido nas seções narrativas, como a descrição dos negócios, produtos e serviços; comentários sobre a conjuntura econômica geral; recursos humanos, números de empregados, investimento em treinamento, fundos de seguridade e planos sociais; investimentos realizados; 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 exercícios futuros.

Ainda segundo esse parecer, p.2: “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”. Outro trecho diz que o texto dos relatórios deve:

[...]ser redigido com simplicidade de linguagem para ser acessível ao maior número possível de leitores, devendo ser evitados adjetivos e frases tais como "excelente resultado", "ótimo desempenho", "baixo endividamento", "excelentes perspectivas", a menos que corroborado por dados comparativos ou fatos (Parecer CVM 015, p.2).

Além disso, o art. 25 da Instrução CVM nº 308, diz que o auditor independente deve verificar “se as informações e análises contábeis e financeiras apresentadas no relatório da administração da entidade estão em consonância com as demonstrações contábeis auditadas”.

Porém, apesar de todas essas recomendações, foi verificado que não existe um padrão no modelo dos relatórios que são publicados, talvez baseados na afirmação do Parecer CVM nº 15, p.4 que diz que “convém observar que essas sugestões não devem inibir a criatividade da administração em elaborar o seu relatório”. Por isso, os gestores têm certa liberdade na elaboração dessa demonstração, também porque o nível de fiscalização sobre elas ainda é menor que o que ocorre nas demonstrações financeiras que são rigidamente auditadas.

A partir de todos esses dados fornecidos, esses relatórios então passam a ser fonte importante de informação para todos os *stakeholders* da empresa. Ressaltando a importância das seções narrativas e mais especificamente das cartas do presidente, Clatworthy e Jones (2003) afirmam que além de ser a parte mais antiga das narrativas contábeis do Reino Unido, ela é também a mais lida.

A maior parte das informações citadas pelos analistas é evidenciada nas seções narrativas (ROGERS; GRANT, 1997). De acordo com os autores, as seções narrativas fornecem uma maior quantidade de informações se comparado às demonstrações financeiras.

2.2 ESTUDOS ANTERIORES SOBRE SEÇÕES NARRATIVAS

Se tratando de seções narrativas, as pesquisas nessa área podem ser categorizadas em dois tipos: legibilidade e a análise de conteúdo (BEYNON; CLATWORTHY; JONES, 2004). Os estudos em legibilidade procuram avaliar a dificuldade no entendimento dos textos, enquanto que na análise de conteúdo existe uma variedade de métodos, dentre os quais está a interpretação do conteúdo do texto por quem elabora o trabalho, com contagem de palavras ou frases de temas pré-determinados com auxílio de *softwares* (BEYNON; CLATWORTHY; JONES, 2004).

Balata e Breton (2005) fizeram uma análise de conteúdo nas cartas do presidente de 30 empresas canadenses entre 1993 e 1998. Eles questionaram a harmonia entre as informações contidas nas cartas de presidente e os números contábeis, verificando a presença de informações contraditórias que tendiam a produzir um efeito dissonante. Os autores criaram um índice do nível de otimismo contido nas cartas e nas demonstrações financeiras, analisando três temas centrais: rentabilidade, crescimento e gestão. Para cada tema, foram determinadas palavras-chave para avaliar o otimismo na parte textual e indicadores financeiros associados aos temas para avaliar o otimismo contido nas demonstrações financeiras. Como resultados, eles encontraram um moderado nível de divergência entre seções narrativas e os números contábeis.

Outro estudo que verificou o conflito entre as informações contidas nas seções narrativas e nas demonstrações financeiras foi realizado por Smith (1998). O autor submeteu 60 estudantes graduados em Contabilidade, concluindo o MBA a um experimento. Nele, os alunos tinham que tomar decisões a partir de informações

financeiras, e posteriormente, também de narrativas, de empresas fracassadas e empresas de sucesso. Como resultados, o autor concluiu haver evidências de conflito significativo entre as mensagens transmitidas pelas informações contábeis e pelas narrativas. Para ele, a narrativa pode induzir a erro na tomada de decisão.

Analisando a legibilidade dos textos, no trabalho desenvolvido por Cunha e Silva (2009), os autores investigaram o gerenciamento de impressões nas notas explicativas e relatórios de administração de empresas brasileiras. Por meio da análise do quão fácil seria a leitura das demonstrações contábeis dessas empresas, eles utilizaram a fórmula de *Flesch* para verificar tal grau de facilidade. Como conclusão, sugerem que há fracas evidências de gerenciamento de impressões nessas narrativas. Outra conclusão do trabalho foi que à medida que a empresa cresce, a facilidade na leitura dos textos aumenta.

Alguns outros trabalhos estudaram as seções narrativas dos relatórios anuais, analisando diferentes aspectos. Clatworthy e Jones (2003) examinaram 100 cartas de presidentes de firmas listadas no Reino Unido, 50 com o desempenho melhorando e 50 com desempenho em declínio (medidos pela variação percentual do lucro antes dos impostos), para saber se firmas com aumento ou declínio em seus desempenhos reportam boas e más notícias de maneiras diferentes. De maneira geral, os resultados sugerem que as firmas preferem enfatizar os aspectos positivos de seus desempenhos, tomando para si o crédito pelas boas notícias enquanto culpam o ambiente externo pelas más notícias.

Tessarolo, Pagliarussi e Luz (2010) utilizaram a análise de conteúdo para investigar, por meio da carta do presidente aos acionistas em 49 empresas listadas na Bovespa, se existiria um padrão de atribuição causal nas seções narrativas dos relatórios anuais e de que forma o contexto econômico e o desempenho da empresa

influenciaria tal padrão. Os resultados encontrados pelos autores sugerem que no Brasil, os relatórios anuais são marcados por níveis significativos de atribuições em causa própria, ou seja, tentam criar uma imagem corporativa positiva, mesmo obtendo um desempenho negativo num contexto externo favorável. Os autores afirmam ainda que ficou evidente a intenção de os gestores divulgarem as seções narrativas do relatório anual de forma oportunista.

2.3 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

Os resultados das pesquisas utilizando seções narrativas ainda são contraditórios, não havendo unanimidade a respeito da consistência dos textos com o desempenho ou se há tentativas de gerenciamento de impressão da imagem pelas empresas.

Para Smith (1998) existe gerenciamento de impressão da imagem das empresas. Com base nas teorias da agência e sinalização, o autor afirma que as empresas adotam boas práticas de *disclosure* voluntário para serem mais transparentes perante o mercado. Utilizando-se dessa boa imagem apresentada previamente, quando o desempenho financeiro é bom, vem associado a mensagens mais claras nas narrativas. Quando o desempenho financeiro é "pobre", será associado a uma mensagem narrativa obscura, tentando passar um otimismo enganoso nessa comunicação.

Já as conclusões de Abrahamson e Amir (1996) são contrárias, indicando nos resultados do seu estudo que a informação encontrada na carta do presidente é coerente com o que relataram as informações financeiras, ou seja, não ocorre gerenciamento na imagem passada pelas empresas.

Segundo Spence (1973), num ambiente de mercado existe características que são fixas e outras modificáveis. Segundo o autor, num contexto de informação assimétrica, essas características modificáveis são passadas por meio de sinais, capazes de alterar crenças e as impressões de indivíduos que as recebem. Ou seja, se existe assimetria de informação, indivíduos e/ou empresas podem fornecer aos interessados a informação necessária a fim de eliminar e/ou minimizar essa assimetria. Mas essas informações podem ser tendenciosas dependendo dos interesses de quem as fornece.

Essas afirmações podem ser complementadas pelo que Milgrom (1981) chama de jogo de persuasão, onde alguém fornece informações a um indivíduo na tentativa de influenciar suas decisões. O autor revela que a melhor estratégia do “vendedor” é revelar todas as informações sobre o “produto”, pois ele presume que essas informações podem ser verificadas e o “comprador” pode detectar se há informações que foram ocultadas. Porém, se existirem informações que não podem ser verificadas, o “vendedor” poderá passá-las da maneira que lhe for mais conveniente.

Corroboram essa idéia Grossman e Hart (1980) ao dizerem que não é vantagem para o “vendedor” reter informações na tentativa de enganar. Os autores falam que, como fraudar ou mentir é ilegal e o custo de transmissão das informações é irrelevante, então o “vendedor” vai divulgar voluntariamente todas as informações que ele tem acerca do “produto”.

Assume-se então que se as informações forem passíveis de verificação, elas serão transmitidas de forma transparente. Caso contrário, pode haver um gerenciamento para passar uma melhor mensagem acerca da situação das empresas.

Portanto, para atender ao objetivo da pesquisa que foi verificar se há consistência nas mensagens transmitidas por meio do texto, representado pelas seções narrativas dos relatórios anuais, comparativamente ao desempenho da empresa, representado pela variação no seu lucro líquido, assumimos as seguintes hipóteses:

H1a: Quanto melhor o desempenho da empresa, maior a frequência de informações quantitativas positivas a respeito dos temas Rentabilidade, Crescimento e Gestão;

H1b: Quanto pior o desempenho da empresa, maior a frequência de informações quantitativas negativas a respeito dos temas Rentabilidade, Crescimento e Gestão;

Espera-se que o desempenho da empresa tenha uma relação diretamente proporcional com a frequência de informações quantitativas no seu relatório. Assim, entende-se que quanto às informações quantitativas, o texto dos relatórios será transparente e coerente com os números.

H2a: Independente do desempenho da empresa espera-se que não haja diferença na frequência de informações qualitativas negativas e positivas sobre os temas Rentabilidade, Crescimento e Gestão.

Pelo fato das informações qualitativas serem mais subjetivas e não estarem diretamente associadas aos números espera-se que haja gerenciamento das informações das empresas não lucrativas e essas mesmo não tendo um bom desempenho, tenham uma frequência de informações semelhante às empresas lucrativas.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

O trabalho foi baseado na pesquisa desenvolvida por Balata e Breton (2005), aplicada num ambiente diferente daquele aplicado pelos autores. Foi utilizada no trabalho a técnica de análise de conteúdo. Essa técnica tem sido usada com frequência nas pesquisas na área de contabilidade (ABRAHAMSON; AMIR, 1996; SMITH; TAFFLER, 2000). A análise de conteúdo tem por objetivo utilizar o conteúdo de mensagens para evidenciar indicadores que infiram sobre outra realidade que não a da mensagem apenas (BARDIN, 2004).

A construção da amostra utilizada contou inicialmente com todas as empresas listadas na Bovespa e que tiveram seus relatórios anuais publicados referentes ao ano de 2009. A coleta desses relatórios foi feita diretamente no *site* da Bovespa e contou com uma amostra inicial de 389 relatórios. Conforme Clatworthy e Jones (2001), relatórios anuais que contenham um total menor que 300 palavras de conteúdo são pouco representativos, e portanto devem ser excluídos da amostra considerada. Baseando-se nessa premissa, foram excluídos 25 relatórios que apresentaram essa condição, restando então 364 relatórios.

Na etapa seguinte foram extraídos da base de dados Economatica os dados referentes à variação do resultado contábil líquido (lucro/prejuízo) das empresas para determinar aquelas com maior variação positiva e negativa. Os relatórios que não possuíam as informações necessárias para o cálculo da variação do resultado contábil líquido (medida utilizada para classificação de empresas com desempenho

positivo e negativo) que totalizaram 5, foram excluídos, sobrando finalmente 359 relatórios passíveis de análise.

Desses restantes foram selecionados 120 relatórios, sendo os 60 com maior variação positiva do resultado contábil líquido e os 60 com maior variação negativa do resultado contábil líquido, que representariam o desempenho das empresas no comparativo com a parte textual dos relatórios.

Segundo Clatworthy e Jones (2003, 2006), foram escolhidos esses dois grupos extremos para captar as empresas que estavam passando naquele momento por mudanças mais radicais no seu desempenho financeiro. Além disso, no cálculo da variação do resultado os dados foram ajustados para evitar problemas nos resultados em casos onde lucro se tornava prejuízo e vice-versa.

Para avaliar os tipos de mensagem transmitidas nas seções narrativas desses relatórios, foram determinados grupos de palavras-chave que remetem aos temas rentabilidade, crescimento e gestão das empresas, conforme Balata e Breton (2005). As palavras-chave utilizadas para rentabilidade foram: custo, despesa, faturamento, ganho, lucro, margem, perda, preço, prejuízo, receita, rentabilidade, resultado, retorno e valor. Para o crescimento, temos: adição, alienação, aquisição, crescimento, demanda, desenvolvimento, fusão, incorporação, investimento, mercado, oferta, vendas e volume. No caso de gestão, as palavras-chave são: competitividade, controle, diferenciação, estratégia, foco, gestão, iniciativa, inovação, liderança, produtividade, reestruturação e reorganização.

Para localizar essas palavras-chave nos relatórios, foi utilizado o *software* Atlas.ti v 5.0, que além de localizar no texto os trechos onde as palavras-chave aparecem, gera um relatório com a contagem dessas palavras, tanto por total de palavras-chave em cada relatório, quanto por total de cada uma das palavra-chave

somadas em todos os relatórios. Nesse processo, foram inseridos no *software* apenas os radicais das palavras, para que pudessem ser capturadas palavras derivadas relacionadas às palavras-chave, como por exemplo: (“rent”: que pode ser relativo à rentabilidade, rentável, rentáveis).

Feito isso, foi gerado um relatório com a frequência das palavras-chave, que totalizou 17.348 aparições de alguma das palavras mencionadas. Outro relatório foi gerado a partir do *software* com os trechos dos relatórios anuais onde aparecia cada uma das palavras-chave, dando origem a um arquivo do editor de textos com 1.405 páginas.

O autor avaliou manualmente esse arquivo para determinar em que contexto cada uma das palavras aparecia no decorrer do texto (positivo quantitativo, positivo qualitativo, negativo quantitativo ou negativo qualitativo) para cada um dos temas centrais (rentabilidade, crescimento e gestão). Palavras que não estavam inseridas em nenhum dos contextos mencionados, ou seja, aquelas que apareciam em títulos e subtítulos, as que tinham um sentido neutro no texto ou ainda aquelas com radical semelhante, mas que não correspondiam à palavra-chave (por exemplo, “rent”: **corrente**) foram descartadas, restando um total de 7.173 palavras válidas.

Para ilustrar como ocorreu essa avaliação, a seguir alguns trechos onde aparecem as palavras-chave referentes aos temas propostos em cada um dos sentidos avaliados. Referentes ao tema de Rentabilidade têm-se como exemplo de Rentabilidade positiva quantitativa: “No ano de 2009, o faturamento da companhia foi de R\$ 299.195, 131% a mais do que o apresentado em 2008”. Nesse trecho, a palavra-chave faturamento está relacionada com o trecho em destaque “131% a mais”, ou seja, uma notícia positiva e de forma quantitativa. Um exemplo de Rentabilidade positiva qualitativa: “As despesas financeiras líquidas obtiveram uma

diminuição devido à melhora de capital de giro [...]”. Nesse trecho, a palavra despesa está associada a “diminuição”, portanto aparece num contexto positivo e de forma qualitativa.

Para exemplificar Rentabilidade negativa quantitativa, temos: “O lucro bruto de R\$ 85,1 milhões em 2008 caiu 9,5% para R\$ 77,1 milhões em 2009”. Nesse trecho, a palavra-chave lucro aparece associada à palavra “caiu”, ou seja, num contexto negativo e seguido por valores numéricos, que dão um sentido quantitativo ao trecho. Rentabilidade negativa qualitativa: “[...] e os altos custos de matérias-primas como enxofre, amônia e derivados de petróleo geraram uma considerável redução nas margens de rentabilidade da empresa em 2009”. No trecho citado, o termo rentabilidade aparece associado à palavra “redução”, ou seja, um contexto negativo para empresa, num sentido qualitativo.

Com relação ao tema Crescimento temos um exemplo com contexto positivo quantitativo: “[...] e vendas que somaram 2,9 milhões de toneladas, volume recorde que representa aumento de 16,7% também em comparação ao exercício anterior”. Nesse trecho, as palavras-chave vendas e volume aparecem associadas à palavra “aumento”, ou seja, um sentido positivo e de forma quantitativa. Para Crescimento positivo qualitativo, um exemplo é o trecho: “[...] nossa presença em todas as regiões do país e exposição a diferentes segmentos de renda permitem continuarmos crescendo de uma maneira sólida e significativa nos próximos anos”. Nessa citação, o termo crescendo aparece num sentido positivo qualitativo.

Já no contexto de Crescimento negativo quantitativo, temos: “No ano de 2009, as vendas no mercado interno totalizaram 3,2 milhões de toneladas, representando uma retração de 22% em relação ao mesmo período de 2008, fruto da desaceleração na demanda registrada, principalmente, no primeiro semestre do

ano”. Nesse trecho, o termo vendas vem associado à palavra “retração”, acompanhada de valores numéricos, ou seja, no sentido negativo quantitativo. No tema Crescimento, com sentido negativo qualitativo: “Os investimentos em 2009 foram substancialmente reduzidos [...]”. Nesse trecho, a palavra-chave investimentos está associada à palavra “reduzidos”, o que demonstra uma notícia negativa por parte da empresa e de forma qualitativa.

Para o tema Gestão, um exemplo no contexto positivo quantitativo: “Mantivemos projetos Kaizen em diversos setores da produção, tornando os processos adequados e reduzindo tempos nas operações, com resultados de melhoria de produtividade entre 50% e 200%”. Nesse trecho, o termo produtividade aparece associado à palavra “melhoria” e aos percentuais “50% e 200%”, dando um sentido positivo e quantitativo à frase. No tema Gestão, com sentido positivo qualitativo aparece o seguinte trecho: “[...] criação de valor para todo o público com o qual se relaciona, além de consolidar sua liderança nos mercados em que atua”. Nesse trecho, a palavra-chave liderança aparece associada a “consolidar”, ou seja, um contexto positivo para a empresa e de forma qualitativa.

Um exemplo de Gestão no contexto negativo quantitativo: “[...] queda de produtividade, principalmente da soja, de 10,5%, no ano-safra 2008/09 em comparação com o ano-safra anterior”. Na frase citada, o termo produtividade aparece ligado à palavra “queda” e aos valores de “10,5%”. Sendo assim, um contexto negativo quantitativo. Já para o tema Gestão, no contexto negativo qualitativo, temos: “[...] a conseqüente queda da atividade produtiva obrigaram a Usiminas a fazer ajustes no seu quadro de funcionários e colaboradores”. Nesse caso, a palavra-chave produtiva está associada à palavra “queda”, o que dá um sentido negativo e qualitativo ao trecho.

Tabuladas as frequências e os sentidos em que aparecem todas as palavras-chave, tanto por tema, quanto por relatório, foram realizadas regressões logísticas.

Esse tipo de regressão é recomendado nas situações em que o objetivo principal é identificar o grupo ao qual um objeto pertence. Essa técnica estatística é apropriada quando a variável dependente é binária (não-métrica) e as variáveis independentes são métricas (HAIR et al, 2009). Assim, os dois grupos de interesse como uma variável binária são codificados com valores 0 e 1. Nesse trabalho, consideramos empresas não lucrativas como 0 e empresas lucrativas como 1.

Com relação à análise, a diferença da regressão logística para a regressão múltipla é de que ela foi especificamente elaborada para prever a probabilidade de um evento ocorrer, ou seja, a probabilidade de uma observação estar no grupo codificado como 1 (empresas lucrativas) (HAIR et al, 2009).

Para realização das regressões, temos de um lado a variável binária referente à variação do lucro (0 para as empresas não lucrativas e 1 para as empresas lucrativas) e do outro lado os coeficientes relativos às características das palavras-chave (positiva quantitativa e qualitativa, negativa quantitativa ou qualitativa) extraídas das seções narrativas. O modelo que representa essa regressão vem a seguir:

$$y = \beta_0 + \beta_1\text{Rentpqt} + \beta_2\text{Rentpql} + \beta_3\text{Rentnegqt} + \beta_4\text{Rentnegql} + \beta_5\text{Crescpqt} + \beta_6\text{Crescpql} + \beta_7\text{Crescnegqt} + \beta_8\text{Crescnegql} + \beta_9\text{Gestpqt} + \beta_{10}\text{Gestpql} + \beta_{11}\text{Gestnegqt} + \beta_{12}\text{Gestnegql} + \varepsilon , \quad (1)$$

onde:

y: 0 = empresas não lucrativas e; 1 = empresas lucrativas;

Rentpq: Rentabilidade positiva quantitativa = soma das frequências de todas as palavras-chave associadas ao tema rentabilidade que aparecem no texto do relatório com sentido positivo e quantitativo;

Rentpnq: Rentabilidade positiva qualitativa = soma das frequências de todas as palavras-chave associadas ao tema rentabilidade que aparecem no texto do relatório com sentido positivo e não quantitativo;

Rentnegq: Rentabilidade negativa quantitativa = soma das frequências de todas as palavras-chave associadas ao tema rentabilidade que aparecem no texto do relatório com sentido negativo e quantitativo;

Rentnegnq: Rentabilidade negativa qualitativa = soma das frequências de todas as palavras-chave associadas ao tema rentabilidade que aparecem no texto do relatório com sentido negativo e não quantitativo;

Crescpq: Crescimento positivo quantitativo = soma das frequências de todas as palavras-chave associadas ao tema crescimento que aparecem no texto do relatório com sentido positivo e quantitativo;

Crescpnq: Crescimento positivo qualitativo = soma das frequências de todas as palavras-chave associadas ao tema crescimento que aparecem no texto do relatório com sentido positivo e não quantitativo;

Crescnegq: Crescimento negativo quantitativo = soma das frequências de todas as palavras-chave associadas ao tema crescimento que aparecem no texto do relatório com sentido negativo e quantitativo;

Crescnegnq: Crescimento negativo qualitativo = soma das frequências de todas as palavras-chave associadas ao tema crescimento que aparecem no texto do relatório com sentido negativo e não quantitativo;

Gestpq: Gestão positiva quantitativa = soma das frequências de todas as palavras-chave associadas ao tema gestão que aparecem no texto do relatório com sentido positivo e quantitativo;

Gestpnq: Gestão positiva qualitativa = soma das frequências de todas as palavras-chave associadas ao tema gestão que aparecem no texto do relatório com sentido positivo e qualitativo;

Gestnegq: Gestão negativa quantitativa = soma das frequências de todas as palavras-chave associadas ao tema gestão que aparecem no texto do relatório com sentido negativo e quantitativo;

Gestnegnq: Gestão negativa qualitativa = soma das frequências de todas as palavras-chave associadas ao tema gestão que aparecem no texto do relatório com sentido negativo e não quantitativo.

Foram realizadas duas regressões logísticas. A primeira pela frequência bruta das palavras-chave, com os coeficientes sendo obtidos pela soma do número absoluto da ocorrência de cada palavra-chave nos relatórios.

A segunda regressão teve os seus coeficientes calculados a partir da ponderação de termos. Essa ponderação reflete a importância de um termo em um documento, baseando-se no número de ocorrências desse termo (MANNING; RAGHAVAN; SCHÜTZE, 2009; LOUGHRAM; MCDONALD, 2011). Para isso, atribui-se a cada termo do documento (relatório) um peso de acordo com o seu número de aparições no texto. A forma mais simples seria atribuir como peso o próprio número de ocorrências do termo t no documento d , pois uma maior frequência sugere maior importância dessa palavra no texto (MANNING; RAGHAVAN; SCHÜTZE, 2009).

Porém, Manning e Schütze (1999) afirmam que essa importância precisa ser atenuada. Um exemplo dado pelos autores é de que um termo que aparece três vezes não significa que ele seja três vezes mais importante que outro que apareça apenas uma vez, talvez $\sqrt{3}$ ou $1 + \log 3$ reflita melhor a importância desse termo citado. Outro detalhe importante e de utilização comum para definir a importância de um termo é saber em quantos relatórios ele aparece, em relação ao número total de relatórios. Definidos esses critérios, temos a seguir a fórmula de ponderação de termos desenvolvida por Manning e Schütze (1999).

$$W(i, j) = \begin{cases} (1 + \ln(\text{tf}_{i,j})) \ln \frac{N}{\text{df}_i}, & \text{if } \text{tf}_{i,j} \geq 1 \\ 0, & \text{if } \text{tf}_{i,j} = 0 \end{cases} \quad (2)$$

Onde:

$W_{(i,j)}$: peso do termo i , no relatório j ;

$\text{tf}_{i,j}$: frequência da palavra-chave i , no relatório j ;

N : número total de relatórios;

df_i : número de relatórios que contém a palavra-chave (i).

Capítulo 4

4 ANÁLISE DOS DADOS

A seguir apresenta-se a análise dos dados da pesquisa, tendo as estatísticas descritivas e as regressões logísticas com as respectivas classificações estatísticas.

A Tabela 1 mostra as estatísticas descritivas referentes à soma da frequência bruta das palavras-chave.

TABELA 1: ESTATÍSTICA DESCRITIVA POR FREQUÊNCIA BRUTA

Variáveis	Total			Não Lucrativas			Lucrativas		
	Obs.	Méd.	D.Padrão	Obs.	Méd.	D.Padrão	Obs.	Méd.	D.Padrão
Rentpqt	120	5,167	5,402	60	3,917	5,099	60	6,417	5,447
Rentpql	120	9,292	9,467	60	7,717	8,567	60	10,867	10,115
Rentnegqt	120	3,392	4,235	60	4,367	4,723	60	2,417	3,456
Rentnegql	120	2,742	3,781	60	3,517	4,048	60	1,967	3,349
Crescpqt	120	6,675	8,385	60	5,733	8,273	60	7,617	8,459
Crescpql	120	18,092	19,527	60	15,567	19,727	60	20,617	19,155
Crescnegqt	120	1,375	2,521	60	1,483	2,734	60	1,267	2,306
Crescnegql	120	2,083	3,034	60	2,45	2,861	60	1,717	3,179
Gestpqt	120	0,025	0,157	60	0,033	0,181	60	0,167	0,129
Gestpql	120	10,775	15,749	60	9,350	15,491	60	12,200	16,005
Gestnegqt	120	0,075	0,735	60	0,150	1,039	60	0	0
Gestnegql	120	0,833	0,306	60	0,117	0,372	60	0,050	0,220

Legenda: Rentpqt (Rentabilidade positiva quantitativa); Rentpql (Rentabilidade positiva qualitativa); Rentnegqt (Rentabilidade negativa quantitativa); Rentnegql (Rentabilidade negativa qualitativa); Crescpqt (Crescimento positivo quantitativo); Crescpql (Crescimento positivo qualitativo); Crescnegqt (Crescimento negativo quantitativo); Crescnegql (Crescimento negativo qualitativo); Gestpqt (Gestão positiva quantitativa); Gestpql (Gestão positiva qualitativa); Gestnegqt (Gestão negativa quantitativa); Gestnegql (Gestão negativa qualitativa).

Fonte: Elaborada pelo autor

Analisando a Tabela 1, observa-se que a frequência de informações não quantitativas parece ser maior que a quantidade de informações quantitativas nos relatórios. Por exemplo, no tema Crescimento temos média 18,092 para informações não quantitativas e média de 6,675 para informações quantitativas. Em relação às informações positivas ou negativas, as positivas parecem ser mais frequentes. Por exemplo, no tema Rentabilidade as informações positivas têm média de 9,292 e as informações negativas sobre o mesmo tema têm média de 2,742.

Percebeu-se ainda que os relatórios, de um modo geral, fornecem mais informações positivas acerca das empresas. Nessa pesquisa, de todas as menções de alguma palavra-chave, 83,7% foram de forma positiva. Se considerarmos apenas as empresas não lucrativas, ainda sim o percentual de palavras-chave com sentido positivo fica em 77,8%.

Após serem calculadas as estatísticas descritivas, a Tabela 2 mostra os resultados da regressão logística realizada pela frequência bruta das palavras-chave nos relatórios.

TABELA 2: REGRESSÃO LOGÍSTICA POR FREQUÊNCIA BRUTA

Variável	Nº Obs = 120	LR chi2(11) = 42,74	P>chi2 = 0,0000	Pseudo R2 = 0,2569
	Coef.	Erro Padrão	Z	P>z
Rentpqt	0,1872	0,0777	2,41	0,016**
Rentpql	0,1642	0,0695	2,36	0,018**
Rentnegqt	-0,2697	0,1102	-2,45	0,014**
Rentnegql	-0,2721	0,1216	-2,24	0,025**
Crescpqt	-0,0279	0,0507	-0,55	0,581
Crescpql	0,0315	0,0341	0,93	0,355
Crescnegqt	0,1414	0,1547	0,91	0,361
Crescnegql	0,0309	0,1439	0,21	0,830

Gestpqt	-1,9688	1,7561	-1,12	0,262
Gestpql	-0,0824	0,0404	-2,04	0,041**
Gestnegql	-1,9356	1,1630	-1,66	0,096*

Legenda: Rentpqt (Rentabilidade positiva quantitativa); Rentpql (Rentabilidade positiva qualitativa); Rentnegqt (Rentabilidade negativa quantitativa); Rentnegql (Rentabilidade negativa qualitativa); Crescpqt (Crescimento positivo quantitativo); Crescpql (Crescimento positivo qualitativo); Crescnegqt (Crescimento negativo quantitativo); Crescnegql (Crescimento negativo qualitativo); Gestpqt (Gestão positiva quantitativa); Gestpql (Gestão positiva qualitativa); Gestnegql (Gestão negativa qualitativa).

Níveis de Significância: *** = 1%; ** = 5%; * = 10%

Fonte: Elaborada pelo autor

Na realização da regressão, o *software* descartou a variável Gestnegqt (Gestão negativa quantitativa) por falta de variabilidade dos dados e por isso a regressão foi feita novamente sem essa variável. Os resultados mostrados na Tabela 2, já sem essa variável descartada, apontam que o modelo foi estatisticamente significativo, pois $P > \chi^2 = 0,0000$. Adicionalmente, foram significantes ao nível de 5% as variáveis Rentpqt, Rentpql, Rentnegqt, Rentnegql e Gestpql. Também foi significativa a variável Gestnegql, porém ao nível de 10%.

Analisando os resultados, a hipótese 1a, que previa que maiores frequências de informações quantitativas positivas a respeito dos temas Rentabilidade, Crescimento e Gestão aumentariam a probabilidade de uma empresa pertencer ao grupo de lucrativas, somente a variável Rentpqt teve o seu coeficiente estatisticamente significativo, com o sinal conforme esperado, constituindo indícios de confirmação da hipótese. Já as variáveis Crescpqt e Gestpqt não tiveram seus coeficientes estatisticamente significantes, rejeitando essa hipótese.

A hipótese 1b, quanto maior a frequência de palavras-chave quantitativas negativas a respeito dos temas Rentabilidade, Crescimento e Gestão, maior será a probabilidade de as observações pertencerem ao grupo 0 (empresas não lucrativas),

apresentou indícios de confirmação da hipótese para a variável Rentnegqt, que teve o seu coeficiente estatisticamente significativo e com o sinal esperado. As demais variáveis (Crescnegqt e Gestnegqt) não tiveram os coeficientes de suas variáveis estatisticamente significantes e por isso apresentam indícios de que as hipóteses foram rejeitadas.

Na hipótese 2a, esperava-se que as frequências fossem semelhantes. Algumas variáveis tiveram seus coeficientes sugerindo indícios de confirmação da hipótese e outras com indicativos de que a hipótese foi rejeitada. Com essa hipótese a analogia é inversa, ou seja, as variáveis que tiveram seus coeficientes significantes (Rentpql, Gestpql, Rentnegql e Gestnegql) geram indícios de que a hipótese foi rejeitada por indicarem que as frequências não são semelhantes conforme sugere a hipótese.

Para a variável Rentpql, maiores frequências de palavras-chave implicam em maiores probabilidades de uma observação pertencer ao grupo de empresas lucrativas, ou seja, empresas lucrativas apresentam mais informações nos seus textos de forma positiva qualitativa acerca do tema Rentabilidade, o que demonstra coerência entre o texto e os números.

Para as demais variáveis (Gestpql, Rentnegql e Gestnegql) maiores frequências aumentam as chances de uma determinada observação fazer parte das empresas não lucrativas. Nas variáveis Rentnegql e Gestnegql não há conflito de informações, pois empresas em piores situações financeiras tendem a ter mais informações negativas. Já com a variável Gestpql existe conflito nas mensagens transmitidas, sendo que maiores frequências de informações sobre Gestão, com sentido positivo e de forma qualitativa, aumentam as chances de serem empresas do grupo de não lucrativas.

Já para as variáveis Crescpql e Crescneqql, os coeficientes confirmaram a hipótese, pois não foram estatisticamente significantes e sugerem frequências semelhantes para empresas não lucrativas e lucrativas. Ou seja, não é possível por esses resultados identificar pela frequência de palavras-chave a qual grupo de empresas pertence uma determinada observação. Nesse caso há conflito, pois se esperava que empresas lucrativas apresentassem mais informações positivas e as empresas não lucrativas prestassem mais informações com sentido negativo, devido a sua situação financeira.

Adicionalmente à regressão logística na qual as variáveis foram construídas por meio da frequência bruta das palavras-chave, foi realizada outra regressão, com a ponderação dos termos, atribuindo diferentes pesos, de acordo com o número de ocorrências dos mesmos, demonstrada na Tabela 3.

TABELA 3: REGRESSÃO LOGÍSTICA POR PONDERAÇÃO DOS TERMOS

Variável	Nº Obs = 120	LR chi2(11) = 48,18	P>chi2 = 0,0000	Pseudo R2 = 0,2896
	Coef.	Erro Padrão	z	P>z
Rentpqt	0,0926	0,0788	1,18	0,240
Rentpql	0,2768	0,0974	2,84	0,004***
Rentnegqt	-0,3654	0,1127	-3,24	0,001***
Rentnegql	-0,2316	0,0880	-2,63	0,008***
Crescpqt	-0,0036	0,0759	-0,05	0,962
Crescpql	0,2045	0,0904	2,26	0,024**
Crescneqqt	0,2928	0,1369	2,14	0,032**
Crescneqql	-0,0663	0,1038	-0,64	0,523
Gestpqt	0,2306	0,4287	0,54	0,591
Gestpql	-0,1557	0,0707	-2,20	0,028**
Gestnegql	-0,3655	0,3061	-1,19	0,232

Legenda: Rentpqt (Rentabilidade positiva quantitativa); Rentpql (Rentabilidade positiva qualitativa); Rentnegqt (Rentabilidade negativa quantitativa); Rentnegql (Rentabilidade negativa qualitativa); Crescpqt (Crescimento positivo quantitativo); Crescpql (Crescimento positivo qualitativo); Crescnegqt (Crescimento negativo quantitativo); Crescnegql (Crescimento negativo qualitativo); Gestpqt (Gestão positiva quantitativa); Gestpql (Gestão positiva qualitativa); Gestnegql (Gestão negativa qualitativa).

Níveis de Significância: *** = 1%; ** = 5%; * = 10%

Fonte: Elaborada pelo autor

Assim como na regressão por frequência bruta, a variável Gestnegqt (Gestão negativa quantitativa) foi desconsiderada pelo *software* na regressão por ponderação de termos por falta de variabilidade dos dados e a regressão foi feita novamente sem essa variável. Os resultados obtidos apontam que o modelo foi estatisticamente significativo, pois $P > \chi^2 = 0,0000$. Adicionalmente, foram significantes ao nível de 1% as variáveis Rentpql, Rentnegqt e Rentnegql. Também foram significantes, porém ao nível de 5% as variáveis Crescpql, Crescnegqt e Gestpql.

Analisando os resultados, a hipótese 1a, que diz que quanto maior a frequência de palavras-chave positivas quantitativas relacionadas à Rentabilidade, Crescimento e Gestão maiores as chances de a observação pertencer ao grupo de empresas lucrativas, nenhuma das variáveis teve o coeficiente estatisticamente significativo, apresentando indícios de que essa hipótese foi rejeitada.

A hipótese 1b, quanto maior a frequência de palavras-chave relativas aos temas Rentabilidade, Crescimento e Gestão, de forma negativa quantitativa, maior é a probabilidade de uma observação pertencer ao grupo de empresas não lucrativas teve o coeficiente estatisticamente significativo para as variáveis Rentnegqt e Crescnegqt. Para a variável Rentnegqt, o sinal do coeficiente foi conforme o esperado, confirmando a hipótese. Já para a variável Crescnegqt, o sinal do coeficiente foi contrário ao esperado, o que implica indícios de que a hipótese foi

rejeitada. Esse resultado sugere que quanto maior a frequência de palavras-chave relativas ao tema Crescimento, de forma negativa quantitativa, maior é a probabilidade de uma observação pertencer ao grupo de empresas lucrativas.

A variável Gestnegqt não teve o coeficiente estatisticamente significativo e por isso há indícios de que a hipótese foi rejeitada para essa variável. Assim, não se pode afirmar que maiores frequências de palavras-chave nesse sentido aumentarão as chances de as observações fazerem parte do grupo de empresas não lucrativas.

A hipótese 2a, que sugeria que as médias de frequências são semelhantes para informações qualitativas teve os coeficientes das variáveis Rentpql, Crescpql, Gestpql e Rentnegql estatisticamente significantes, constituindo indícios de que a hipótese foi rejeitada. Para as variáveis Rentpql e Crescpql, quanto maiores as frequências de palavras-chave, maiores serão as probabilidades de uma observação pertencer ao grupo de empresas lucrativas, ou seja, empresas lucrativas fornecem mais informações textuais de forma positiva qualitativa sobre os temas Rentabilidade e Crescimento, o que demonstra coerência entre seções narrativas e desempenho financeiro.

Com a variável Gestpnq, assim como na regressão anterior, existe conflito nas mensagens transmitidas, pois quanto maior a frequência de informações sobre Gestão, com sentido positivo e de forma não quantitativa, maior será a probabilidade de a observação fazer parte das empresas não lucrativas. Analisando a variável Rentnegnq, maiores frequências indicam maiores probabilidade de uma determinada observação fazer parte das empresas não lucrativas, ou seja, empresas com pior desempenho fornecem mais informações acerca do tema Rentabilidade, com sentido negativo, de forma qualitativa. Isso demonstra coerência entre informações textuais e financeiras.

Já nas variáveis *Crescnegnq* e *Gestnegnq*, os coeficientes apresentam indícios de confirmação da hipótese, indicando médias semelhantes entre empresas lucrativas e não lucrativas. Assim, não é possível por esses resultados identificar pela frequência de palavras-chave a qual grupo de empresas pertence uma determinada observação. Nesse caso existe conflito entre as informações, pois se esperava que as empresas não lucrativas devido ao seu desempenho inferior, apresentassem mais informações com sentido negativo, sobre os temas Crescimento e Gestão.

Comparando-se os resultados das duas regressões realizadas, verificou-se que, se tratando da classificação estatística, os dois modelos são bem parecidos, não apresentando grandes diferenças. O modelo por frequência bruta teve 79,17% de classificações corretas, enquanto que o modelo por ponderação de termos teve 80 % de classificações corretas.

O Pseudo R2 também aumentou com a ponderação dos termos, passando de 0,2569 na regressão por frequência, para 0,2896 demonstrando um maior poder explicativo desse modelo.

Quanto às variáveis estatisticamente significantes o modelo por frequência bruta teve cinco variáveis significantes ao nível de 5% e uma variável significativa ao nível de 10%, num total de seis. Já o modelo por ponderação de termos teve seis variáveis significantes, sendo três ao nível de 1% e três ao nível de 5%.

Porém, se forem observadas somente as variáveis que se esperava serem significantes de acordo com as hipóteses, o modelo por frequência bruta teve duas ao nível de 5% e o modelo por ponderação de termos teve uma variável significativa ao nível de 1% e outra ao nível de 5%, sendo essa com sinal do coeficiente contrário ao esperado.

Sendo assim, em termos gerais, podemos dizer que apesar do modelo por ponderação de termos ter obtido melhores resultados na classificação estatística e no pseudo R2, no que tange às variáveis estatisticamente significantes esperadas os dois modelos foram semelhantes. Isso mostrou que a ponderação dos termos sugerida por Manning e Schütze (1999) que atenua a importância de um determinado termo que aparece com maior frequência no relatório não trouxe melhoras significativas se comparado à simples contagem absoluta de palavras-chave.

A Tabela 4 traz um resumo das hipóteses, mostrando quais variáveis foram estatisticamente significantes e quais confirmaram ou rejeitaram as hipóteses em cada uma das regressões realizadas.

TABELA 4: RESUMO DAS HIPÓTESES

Hipóteses	Variáveis	Freq. Bruta	Resultado	Freq. Ponderada	Resultado
1a	Rentpqt	**	confirmada	-	rejeitada
	Crescpqt	-	rejeitada	-	rejeitada
	Gestpqt	-	rejeitada	-	rejeitada
1b	Rentnegqt	**	confirmada	***	confirmada
	Cresnegqt	-	rejeitada	(**)	rejeitada
	Gestnegqt	-	rejeitada	-	rejeitada
2a	Rentpql	**	rejeitada	***	rejeitada
	Crescpql	-	confirmada	**	rejeitada
	Gestpql	**	rejeitada	**	rejeitada
	Rentnegql	**	rejeitada	***	rejeitada
	Crescnegql	-	confirmada	-	confirmada
	Gestnegql	*	rejeitada	-	confirmada

Legenda: Rentpqt (Rentabilidade positiva quantitativa); Rentpql (Rentabilidade positiva qualitativa); Rentnegqt (Rentabilidade negativa quantitativa); Rentnegql (Rentabilidade negativa qualitativa); Crescpqt (Crescimento positivo quantitativo); Crespql (Crescimento positivo qualitativo); Crescnegqt (Crescimento negativo quantitativo); Crescnegql (Crescimento negativo qualitativo); Gestpqt (Gestão positiva quantitativa); Gestpql (Gestão positiva qualitativa); Gestnegqt (Gestão negativa quantitativa); Gestnegql (Gestão negativa qualitativa).

Níveis de Significância: *** = 1%; ** = 5%; * = 10%

Nota: (**) variável com o sinal do coeficiente contrário ao esperado.

Fonte: Elaborada pelo autor

Analisando os resultados quanto às hipóteses propostas, temos que: A hipótese 1a que previa que quanto melhor o desempenho da empresa, maior a frequência de informações quantitativas positivas a respeito dos temas Rentabilidade, Crescimento e Gestão apresentou indicativos de confirmação da hipótese somente da variável Rentpqt e na regressão por frequência bruta. Nas demais variáveis e na regressão por ponderação de termos as variáveis não tiveram os seus coeficientes estatisticamente significantes e por isso a hipótese foi rejeitada.

Esses resultados sugerem que a mensagem transmitida foi consistente apenas no que tange ao tema Rentabilidade e para informações referentes a esse tema não houve tentativa de gerenciamento de impressão pelas empresas. Esse resultado pode ser justificado pelo fato de que quanto se trata de informações que nos remetem a Rentabilidade, as palavras-chave são, em sua maioria, diretamente associadas aos números, ficando difícil passar uma falsa imagem da situação da empresa, como fica destacado no trecho a seguir: “Em 2009, houve um aumento de 78% do lucro bruto em relação a 2008, atingindo a marca de R\$ 70.388 em 2009, contra os R\$ 39.592 apresentados em 2008”. (trecho retirado do relatório de uma empresa lucrativa).

Para os temas Crescimento e Gestão, os resultados sugerem frequências semelhantes de informação para empresas lucrativas e não lucrativas, indicando que mesmo as empresas fazendo parte do grupo de não lucrativas transmitem informações positivas acerca desses temas tanto quanto àquelas que são lucrativas.

A hipótese 1b que previa que quanto pior o desempenho da empresa, maior a frequência de informações quantitativas negativas a respeito dos temas Rentabilidade, Crescimento e Gestão, somente a variável *Rentnegqt* teve o coeficiente estatisticamente significativo nas duas regressões, o que implica dizer que houve indicativos de que a hipótese foi confirmada, sugerindo haver coerência entre o texto e o desempenho quando se trata dessa variável.

A variável *Crescnegqt* teve o seu coeficiente estatisticamente significativo na regressão por ponderação, porém com o sinal inverso ao esperado, ou seja, empresas com maior frequência desse tipo de informações têm maiores probabilidades de pertencerem ao grupo de empresas lucrativas. Isso sugere que as empresas não lucrativas evitam falar desse tema pra não dar ênfase a sua situação financeira.

Já a variável *Gestnegqt* apresentou indicativos de que a hipótese foi rejeitada, já que essa variável foi descartada das regressões por falta de variabilidade nos dados nesse sentido. Esse resultado indica conflito nas mensagens transmitidas, pois sugere indícios de que as frequências desse tipo de informação é semelhante em empresas lucrativas e não lucrativas, diferente do que se esperava na hipótese proposta.

Com esses resultados percebe-se que, assim como na hipótese 1a, somente as informações relativas ao tema Rentabilidade apresentam coerência entre seções narrativas e números.

A hipótese 2a, que previa que independente do desempenho da empresa não haveria diferença na frequência de informações qualitativas negativas e positivas, sobre os temas Rentabilidade, Crescimento e Gestão apresentou indícios de rejeição da hipótese para algumas variáveis e confirmação para outras. A analogia nessa hipótese é inversa, sendo a hipótese rejeitada quando os coeficientes das variáveis são estatisticamente significantes por indicar que as frequências não são semelhantes.

Na variável *Rentpql*, o coeficiente foi estatisticamente significativo nas duas regressões e sempre com o sinal positivo, indicando maior frequência para as empresas lucrativas (*grupo1*), o que indica coerência entre o texto e os números e indícios de que a hipótese foi rejeitada. A variável *Crescpql* só teve o seu coeficiente estatisticamente significativo na regressão por ponderação, com o sinal positivo, assim como a variável anterior.

A variável *Gestpql* teve o seu coeficiente estatisticamente significativo nas duas regressões. Porém, chama a atenção o fato do coeficiente da variável ser negativo nas duas regressões. Isso indica que as frequências médias de palavras-chave sobre o tema gestão de forma positiva qualitativa foi sempre maior em empresas não lucrativas (*grupo 0*), indicando incoerência entre seções narrativas e desempenho financeiro e indícios de que a hipótese foi rejeitada. A variável *Rentnegql* também teve o seu coeficiente estatisticamente significativo nas duas regressões e ambas com o sinal do coeficiente negativo, indicando maior frequência para as empresas não lucrativas, constituindo indícios de que a hipótese 2a foi rejeitada. Com esse resultado, o texto é coerente ao desempenho financeiro das empresas.

A variável Crescnegql não teve o seu coeficiente estatisticamente significativo em nenhuma regressão, confirmando a hipótese de semelhança entre as frequências de empresas não lucrativas e lucrativas, e assim demonstrando conflito entre as informações fornecidas, já que se esperava que empresas não lucrativas tivessem maior frequência de informações com sentido negativo. A variável Gestnegql teve o seu coeficiente estatisticamente significativo na regressão por frequência bruta, com o sinal negativo, sugerindo maior frequência de informações nas empresas não lucrativas e indícios de que a hipótese foi rejeitada, indicando coerência entre as demonstrações.

Analisando essa hipótese, constatamos que mesmo quando se trata de informações qualitativas, as informações relacionadas principalmente à rentabilidade e parte das referentes a crescimento são coerentes ao desempenho da empresa, ao passo que informações relacionadas à gestão, temos que quanto mais informações fornecidas, principalmente no sentido positivo, maior as chances de ser uma empresa não lucrativa.

Esse resultado pode ser justificado pelo fato de, diferentemente das palavras-chave relativas à Rentabilidade e algumas palavras relacionadas ao Crescimento, as palavras que nos remetem à Gestão não estão diretamente ligadas aos “números”, fazendo com que seja possível transmitir uma mensagem sobre a situação da empresa que não seja realmente a verdadeira, como pode ser observado em destaque nos trechos a seguir: “A oferta de serviços em âmbito nacional confere à companhia a escala necessária para competir em igualdade de condições com os importantes competidores internacionais presentes no Brasil” (trecho retirado do relatório de uma empresa lucrativa).

Em um trecho de outra empresa, temos: “As adequações realizadas e todas as ações tomadas em 2009 serviram para tornar a empresa mais produtiva e principalmente mais competitiva, o que nos qualifica para buscar novos clientes, mercados com maior valor agregado e desenvolvimento de produtos de alta complexidade” (trecho retirado do relatório de uma empresa não lucrativa).

Nesses trechos citados percebe-se que independente da real situação da empresa, quando se trata do tema gestão, o texto pode ser igualmente positivo e otimista para as empresas lucrativas e para as não lucrativas, como afirmaram Hildebrandt e Snyder (1981) sugerindo que, independente do desempenho financeiro da empresa, a linguagem no relatório anual será predominantemente positiva.

Constatou-se também que algumas empresas ignoram a recomendação feita pela CVM de evitar adjetivos e frases tais como "excelente resultado", "ótimo desempenho", "excelentes perspectivas", quando esses não são corroborados por dados comparativos ou fatos.

Alguns exemplos do descumprimento dessa recomendação podem ser vistos nos trechos: “[...] que define as condições do serviço de energia nos sistemas isolados e traz excelentes perspectivas para a recuperação da saúde financeira das empresas” (trecho retirado do relatório de uma empresa não lucrativa). Ou ainda: “[...] o plantio foi realizado dentro do calendário previsto para cada unidade de produção, apresentando resultado excelente, de acordo com os padrões de qualidade da Companhia” (trecho retirado do relatório de uma empresa não lucrativa).

Capítulo 5

5 CONCLUSÃO

Esse trabalho teve como objetivo analisar se há consistência na mensagem passada pelo texto das seções narrativas dos relatórios anuais de empresas listadas na Bovespa, comparativamente ao desempenho financeiro apresentado por essas empresas.

Para atingir esse objetivo, foram selecionadas 120 empresas listadas na Bovespa, sendo as 60 com maior variação positiva e as 60 com maior variação negativa no resultado contábil líquido no ano de 2009. Foi feita uma análise de conteúdo no texto dos relatórios dessas empresas analisando o sentido em que as palavras-chave que foram pré-determinadas referentes aos temas de rentabilidade, crescimento e gestão dessas empresas apareciam nos textos (positivo ou negativo).

Regressões logísticas foram realizadas para verificar a associação entre “texto e números”, e de modo geral os resultados mostram que quando se trata de informações relativas à Rentabilidade, as informações são sempre coerentes, sendo elas quantitativas ou não. Já para as informações ligadas ao Crescimento, essa coerência já se torna menor. Se tratando de informações sobre Gestão, esse conflito fica ainda mais evidente.

Sendo assim, a conclusão é de que não há uma total consistência entre texto e números, ou seja, existe um conflito nas informações, porém de forma parcial.

As palavras-chave ligadas à Gestão, em sua maioria, além de serem mais subjetivas, dão uma idéia de perspectiva futura, ou seja, mesmo que o desempenho

de uma determinada empresa tenha sido ruim, o seu relatório tenta passar que essa situação pode melhorar diante das perspectivas apresentadas. Percebeu-se com isso, que quanto mais subjetiva a informação, maior a incoerência dela com os números da empresa.

Além disso, os relatórios de um modo geral transmitem predominantemente informações positivas acerca das empresas, dando maior ênfase aos pontos positivos, minimizando alguma situação negativa com argumentos que atenuem essa situação.

Portanto, verificou-se que com os indícios de que há incoerência em alguns temas que foram analisados, quem elabora o texto da seção narrativa dos relatórios anuais de uma empresa em situação financeira desfavorável poderá gerenciar a impressão da mensagem passada pelo seu texto, principalmente no que tange à Gestão da empresa, atenuando o seu desempenho anterior ou passando aos seus leitores expectativas de melhorias futuras.

Alguns fatos podem ser considerados como limitações do trabalho, como o período da amostra. O ano de 2009 foi o ano seguinte à crise e os resultados de algumas empresas podem ainda estar impactados por essa situação. A questão de não haver uma separação setorial na amostra também pode ser uma limitação.

Estudos futuros podem analisar períodos de tempo mais longo, com um número maior de empresas, ou ainda utilizar outra medida para avaliar o desempenho das empresas, como o ROE (Retorno sobre o patrimônio líquido) ou o ROA (Retorno sobre os ativos), por exemplo, para verificar se os resultados se mantêm como os encontrados nesse trabalho.

REFERÊNCIAS

ABRAHAMSON, E.; AMIR, E. The information content of the president's Letter to Shareholders. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 23, n. 8, p. 1157-1182, 1996.

BALATA, P; BRETON, G. Narratives vs Numbers in the Annual Report: Are they Giving the Same Message to the Investors? **Review of Accounting & Finance**. v. 4, n.2, p. 5-25, 2005.

BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. 3. ed. Lisboa: Edições 70, 2004.

BEYNON, M.J., CLATWORTHY, M.A.; JONES, M.J. The prediction of profitability using accounting narratives: a variable precision rough sets approach. **International Journal of Intelligent Systems in Accounting, Finance and Management**, Vol. 12, p. 227-242, 2004.

BRASIL. Lei das Sociedades por Ações. Lei 6.404, de 15/12/1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm. Acesso em 23/08/2010.

BRETON, G; TAFFLER, R. J. Accounting information and analyst stock recommendation decisions: a content analysis approach. **Accounting and Business Research**, v. 31, n. 2, p. 91-101, 2001.

CLATWORTHY, M.; JONES, M. J. The effect of thematic structure on the variability of annual report readability, **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 14, n. 3, 311-326; 2001.

_____. Financial reporting of good news and bad news: evidence from accounting narratives. **Accounting and Business Research**, v. 33, n. 3, p. 171-185, 2003.

_____. Differential patterns of textual characteristics and company performance in the chairman's statement. **Accounting, Auditing, & Accountability Journal**, 19, (4), p. 493-511, 2006.

CUNHA, R. K. C.; SILVA, C. A. T. Análise da facilidade de leitura das demonstrações contábeis das empresas brasileiras: uma investigação do gerenciamento de impressões nas narrativas contábeis. 9º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. **Anais**. São Paulo, 2009.

CVM, Parecer de Orientação CVM nº 15, de 28/12/1987. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em: 25/04/2011.

_____, Instrução CVM nº 308, de 14/05/1999. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em: 08/07/2011.

GOSSMAN, S. J.; HART, O. D. Disclosure Laws and Takeover Bids. **The Journal of Finance**, v.35, n.2, p. 323-334, May, 1980

HAIR, J.F. et al. Análise multivariada de dados. trad. Adonai Schlup Sant'Anna. Porto Alegre: Bookman, 6ª ed., 2009. 688 p.

HILDEBRANDT, H. H.; SNYDER, R. The Pollyanna hypothesis in business writing: initial results, suggestions for research. **The Journal of Business Communication**, v.18, n.1, p.5-15, 1981.

HYLAND, K. Exploring Corporate Rhetoric: Metadiscourse in the CEO's Letter. **The Journal of Business Communication**, v. 35, n. 2, p. 224-245, April, 1998.

LOUGHRAM, T.; MCDONALD, B. When Is a Liability Not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries, and 10-Ks. **The Journal Of Finance**, v. LXVI, n.1, p. 35-65, February, 2011

MANNING, C. D.; RAGHAVAN, P.; SCHÜTZE, H. **An Introduction to Information Retrieval**, Cambridge University Press, Cambridge, England, 2009.

MANNING, C. D.; SCHÜTZE, H. **Foundations of Statistical Natural Language Processing**, The MIT Press Cambridge, Massachusetts London, England, 1999.

MILGRON, P. R. Good News and Bad News: Representation Theorems and Applications. **The Bell Journal of Economics**, v. 12, n. 2, p. 380-391, 1981.

ROGERS, R. K.; GRANT J. Content analysis of information cited in reports of sellside financial analysts. **Journal of Financial Statement Analysis**, v. 3, n.1, p. 17-30, 1997.

SMITH, M. Conflicting Messages In Annual Reports. **Accountability e Performance**, v. 4, n. 2, 1998.

SMITH, M.; TAFFLER, R.J. The chairman's statement – a content analysis of discretionary narrative disclosures, **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 13 n. 5, p. 624-646, 2000.

SPENCE, M. Job market signaling. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 87, n. 3, p. 355-374, 1973.

TESSAROLO, I. F.; PAGLIARUSSI, M. S.; LUZ, A. T. M. The Justification of Organizational Performance in Annual Report Narratives. **BAR - Brazilian Administration Review**, v. 7, p. 198-212, 2010.

APÊNDICE A – LISTA DAS EMPRESAS DA AMOSTRA

EMPRESAS LUCRATIVAS		EMPRESAS NÃO LUCRATIVAS	
1	Acos Villares S.A	1	AES Sul Distrib. Gaucha De Energia S.A
2	All - America Latina Logistica S.A	2	Aliansce Shopping Centers S.A
3	All Ore - Steel Do Brasil Participacoes S.A	3	Ampla Investimentos E Servicos S.A
4	Banco Da Amazonia S.A	4	Anhanguera Educacional Participacoes S.A
5	Banco Indusval S.A	5	Azevedo
6	Banco Sofisa S.A	6	Bahema S.A
7	Brasil Telecom S.A	7	Banco Cruzeiro Do Sul S.A
8	Brasmotor S.A	8	Bco Mercantil Invs S.A
9	Centrais Elet Brasileiras S.A	9	Bombril S.A
10	Centrais Eletricas De Santa Catarina S.A	10	Br Malls Participacoes S.A
11	Cia Ferro Ligas Bahia Ferbasa	11	Br Properties S.A
12	Cia Tecidos Norte De Minas - Coteminas	12	Brazil Realty S.A Emprs E Parts.
13	Cia. De Fiacao E Tecidos Cedro Cachoeira	13	Buettner S.A - Industria E Comercio
14	Cia. De Participações Aliança Da Bahia	14	Cambuci S.A
15	Companhia De Seguros Aliança Da Bahia	15	Celulose Irani S.A
16	Companhia Siderurgica Nacional	16	Centrais Eletricas Do Para S.A
17	Confab Industrial S.A	17	Cia Est De Dist De Energia Eletr Ceee-D
18	Cr2 Empreendimentos Imobiliarios S.A	18	Cia Est Geracao E Trans De En El Ceee-Gt
19	Docas Investimentos S.A	19	Cia Indl Schlosser S.A
20	Electro Aco Altona S.A	20	Cia Saneamento Basico Estado São Paulo
21	Elekeiroz S.A	21	Cia. Hering
22	Emae - Emp.Metrop. Aguas Energia S.A	22	Companhia Melhoramentos De Sao Paulo
23	Fertilizantes Fosfatados S.A. - Fosfertil	23	Conservas Oderich S.A
24	Fiacao Tecelagem Sao Jose	24	Construtora Beter S A
25	Gerdau S.A	25	Construtora Tenda S.A
26	Globex Utilidades S.A	26	Diagnosticos Da America S.A
27	Gpc Participacoes S.A	27	Dimed S.A Distribuidora De Medicamentos
28	Ideiasnet S.A	28	Eucatex Sa Ind E Comercio
29	Industrias Romi S.A	29	General Shopping Brasil S.A
30	Inepar Energia S.A	30	Gol Linhas Aereas Inteligentes S.A
31	lochpe-Maxion S.A	31	Hypermarcas S.A
32	Josapar- Joaquim Oliveira S.A Particip.	32	Jbs S.A

33	Kroton Educacional S.At	33	Jereissati Participacoes S.A
34	Log-In Logistica Intermodal	34	Joao Fortes Engenharia S.A
35	Metalurgica Duque S.A	35	Klabin S.A
36	Metalurgica Gerdau S.A	36	Lps Brasil - Consultoria De Imoveis S.A
37	Minupar Participacoes S.A	37	Mangels Industrial S.A
38	Mpx Energia S.A	38	Marfrig Alimentos S.A
39	Mundial S.A - Produtos De Consumo	39	Marisa Lojas S.A
40	Nutriplant Industria E Comercio S.A	40	Monteiro Aranha S.A
41	Ogx Petroleo E Gas Participacoes S.A	41	Net Servicos De Comunicacao S.A
42	Panatlantica S.At	42	Petropar S.A
43	Rasip Agro Pastoril S.A	43	Portobello S.A
44	Recrusul S.A	44	Pronor Petroquimica S.A
45	Rede Energia S.A	45	Quattor Petroquimica S.A
46	Renar Macas S.A	46	Rimet Empreend. Inds. E Comerciais S.A
47	Restoque Com E Conf Roupas S.A	47	São Carlos Empreendimentos E Part. S.A
48	Rodobens Negocios Imobiliarios S.A	48	Sao Martinho S.A
49	Sauipe S.A	49	Sao Paulo Turismo S.A
50	Slc Agricola S.A	50	Schulz S.A
51	Springer S.A	51	Suzano Holding S.A
52	Tec Toy S.A	52	Suzano Papel E Celulose S.A
53	Tele Norte Leste Participacoes S.A	53	Tam S.A
54	Telemar Norte Leste S.A	54	Tarpon Investimentos S.A
55	Unipar - Uniao Inds. Petroquimicas S.A	55	Tele Norte Celular Participacoes S.A
56	Usinas Siderurgicas De Minas Gerais S.A	56	Tig Holding
57	Vale S.A	57	Tivit Terc. Proc., Serv, E Tecno. S.A
58	Wembley S.A	58	Tpi - Triunfo Particip. E Invest. S.A
59	Wetzel S.A	59	Trevisa Investimentos S.A
60	WIm Industria E Comercio S.A	60	Trisul S.A