



UnB

Universidade de Brasília



UFPB

Universidade Federal da
Paraíba



UFRN

Universidade Federal do Rio
Grande do Norte

Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis

VERA MARLEIDE LOUREIRO DOS ANJOS

A UTILIDADE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS PARA A TOMADA DE
DECISÃO SOB A ÓTICA DOS ANALISTAS DE INVESTIMENTOS E
PROFISSIONAIS DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES - RI

Orientador: Professor Dr. César Augusto Tibúrcio Silva

BRASÍLIA
2008

VERA MARLEIDE LOUREIRO DOS ANJOS

A UTILIDADE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS PARA A TOMADA DE
DECISÃO SOB A ÓTICA DOS ANALISTAS DE INVESTIMENTOS E
PROFISSIONAIS DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES – RI

Dissertação apresentada como requisito parcial
à obtenção do título de mestre em Ciências
Contábeis do Programa Multiinstitucional e
Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências
Contábeis da Universidade de Brasília,
Universidade Federal da Paraíba e
Universidade Federal do Rio Grande do Norte.

Orientador: Prof. Dr. César Augusto Tibúrcio
Silva.

Linha de Pesquisa: Contabilidade e Mercado
Financeiro

BRASÍLIA
2008

ANJOS, Vera Marleide Loureiro dos.

A utilidade das demonstrações contábeis para a tomada de decisão sob a ótica dos analistas de investimentos e profissionais de relações com investidores – ri/ Vera Marleide Loureiro dos Anjos. Brasília: UnB, 2008.

118 p.

Orientador: Dr. César Augusto Tibúrcio Silva.

Dissertação (mestrado) – Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba e Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2008.

Inclui bibliografia.

1. Demonstrações Contábeis. 2. Opinião dos Analistas de Investimentos e profissionais de RI. 3. Contabilidade Financeira. 4. Mercado de Capitais.

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA (UnB)

Reitor Pro Tempore:

Prof. Dr. Roberto Armando Ramos de Aguiar

Vice-Reitor:

Prof. Dr. José Carlos Balthazar

Decano de Pesquisa e Pós-Graduação:

Prof. Dr. Marco Amato

Diretor da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da

Informação e Documentação (FACE):

Prof. Dr. César Augusto Tibúrcio Silva

Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA):

Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Lustosa

**Coordenador-Geral do Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação
em Ciências Contábeis da UnB, UFPB e UFRN:**

Prof. Dr. Jorge Katsumi Niyama

TERMO DE APROVAÇÃO

VERA MARLEIDE LOUREIRO DOS ANJOS

A UTILIDADE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS PARA A TOMADA DE DECISÃO SOB A ÓTICA DOS ANALISTAS DE INVESTIMENTOS E PROFISSIONAIS DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES – RI

Dissertação apresentada ao Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UnB, UFPB, e UFRN, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Banca Examinadora:

Prof. Dr. César Augusto Tibúrcio Silva
Presidente da Banca

Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Lustosa
Membro Examinador Interno

Prof. Dr. Romualdo Douglas Colauto
Membro Examinador Externo

Brasília, 03 de novembro de 2008

DEDICATÓRIA

Aos meus queridos pais, Amarílio (em memória) e Martina,
por terem me mostrado o valor do saber e do trabalho.

Ao meu marido e companheiro, Gersino,
grande incentivador dos meus ideais.

Aos meus filhos, Luís Rodrigo e Larissa,
bênçãos de Deus em minha vida!

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, o meu louvor e gratidão a Deus, pelo dom da vida e, sobretudo, pela fé e entusiasmo que me conduziram a esta conquista.

A todos os professores do Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba e Universidade Federal do Rio Grande do Norte. A minha gratidão pela acolhida no programa e por tão valiosos conhecimentos transmitidos, que contribuíram não só para o meu crescimento profissional, mas também como pessoa.

Um agradecimento especial ao meu primeiro orientador, Dr. José Gilberto Jaloretto, que muito me auxiliou na fase inicial deste trabalho e que, por razões pessoais, se desligou do programa. E ao professor Dr. José Dionísio G. da Silva, avaliador do projeto, pelas valiosas críticas que aperfeiçoaram o trabalho.

Ao meu orientador, Dr. César Augusto Tibúrcio Silva, um agradecimento muito especial, pois soube aliar sua inteligência ao apoio, disposição e, sobretudo, muita paciência. E, assim me foi possível a conclusão deste trabalho.

Aos membros da banca: Prof. Dr. Romualdo Douglas Colauto (Membro Externo), por ter aceito o convite para participar como membro da banca examinadora e especial gratidão pelas críticas pertinentes e valiosas sugestões que aprimoraram este trabalho; e, especial gratidão, ainda, ao Dr. Paulo Roberto Barbosa Lustosa (Membro Interno), pois quão preciosas também foram as suas contribuições.

A todos os professores e funcionários do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA), em especial às secretárias Aline, Luciane, Simone e Vera, pela atenção e carinho.

Aos colegas de turma, Amilton, Antônio Carlos, Bruno, Edmilson, Eliane, Emerson, Lorena, Michelle, Rafael, Rosane e Valmir. Minha gratidão pela troca de experiência, por todo auxílio recebido e pela amizade com os quais tive um convívio maior; guardarei o melhor de cada um.

Às empresas que participaram da pesquisa, nas pessoas dos profissionais de Relações com Investidores e dos Analistas de Investimentos, que doaram seu tempo, dando entrevistas, respondendo ao questionário, colaborando para o desenvolvimento deste trabalho, minha gratidão por tão valiosa contribuição.

À APIMEC-DF, nas pessoas do presidente Sr. Alexandre Guimarães e vice-presidente Sr. Adonis Assumpção Pereira Júnior, pelo apoio em retransmitir os *e-mails* aos analistas associados.

Aos colegas da CAIXA, Alexandra e Pizarro, da Gerência Nacional de Projetos, por terem propiciado um horário especial para que eu pudesse conciliar as atividades e os estudos e às especialistas, Inês e Idalma, pelos esforços adicionais acarretados pela minha ausência.

Às minhas amigas Érica e Simone, grata pelo auxílio no *abstract*, à Magdalena pela correção do texto e ao Lourival pela inserção dos questionários na *internet*.

Ao Gersino, meu marido, pelo estímulo, companheirismo e compreensão dos muitos momentos em família que tivemos que nos privar.

Aos meus filhos, Luís Rodrigo e Larissa, pelo afeto e ternura em colaborar, literalmente, meus anjinhos da informática, eu os amo.

Aos meus queridos irmãos, Adir, um coração generoso, que sempre torceu pela irmã estudiosa; e Maria Florinda a você minha especial gratidão, pois, apesar da distância, é uma presença contínua em minha vida, com quem partilhei os momentos mais difíceis desta árdua tarefa e de quem sempre recebi uma palavra de carinho, força e de confiança. Agradeço a Deus por sermos irmãs e a você por nos tornarmos grandes amigas.

E, aos meus pais, gratidão eterna. Acredito que o meu pai, lá na eternidade, esteja orgulhoso de mim, por mais esta conquista. Minha mãe, minha primeira professora, a ti o meu amor eterno!

E, finalmente, um extensivo agradecimento a todas as demais pessoas da minha família, aos parentes e amigos que torceram e rezaram por mim para que eu tivesse êxito no mestrado.

Minha gratidão a todos. Que Deus os abençoe!

EPÍGRAFE

**É um erro confundir o desejar com o querer.
O desejo mede os obstáculos, a vontade os vence.**

Alexandre Herculano

RESUMO

O mercado acionário configura-se em importante opção de investimento. A quantidade e a qualidade das informações a respeito das empresas disponibilizadas ao mercado financeiro são requisitos essenciais aos investidores para a tomada de decisão. Desprovidos de habilidades para eger e gerenciar investimentos, ou ainda, por opção, muitos investidores recorrem ao auxílio dos analistas de investimentos. Nessa perspectiva, o estudo tem o propósito de responder a seguinte questão-problema: **Qual o grau de utilização das demonstrações contábeis pelos analistas de investimentos na avaliação das empresas e qual é a percepção desses analistas e dos profissionais de relações com investidores – RI sobre essas demonstrações?** Assim, esta pesquisa se propõe a identificar o grau de importância da Contabilidade, a partir do uso das demonstrações contábeis pelos analistas de investimentos, na avaliação das empresas e ou ativos financeiros e a disponibilização dessas demonstrações pela empresa. Almejando o êxito do estudo, aliado à fundamentação teórica, faz parte do escopo deste estudo dois questionários dirigidos aos Analistas e aos profissionais de RI. Detectou-se que os profissionais integrantes da pesquisa possuem similar percepção no que concerne ao conteúdo informacional da Contabilidade e acreditam que, por meio das demonstrações contábeis, a Contabilidade informa, ao menos parcialmente, a situação econômico-financeira e operacional da empresa aos usuários. Detectaram-se, ainda, as demonstrações contábeis imprescindíveis à avaliação da saúde econômico-financeira na concepção da maioria dos analistas e que a análise das informações contábeis supera 75% de todo o tempo de análise. A partir de dezenas de indicadores financeiros, foram destacados os dez mais utilizados pelos Analistas.

Palavras-chave: Investidores, Analistas de Investimentos, Profissionais de Relações com Investidores, Demonstrações Contábeis, Avaliação das Empresas.

ABSTRACT

The stock market sets itself into an important investment option. The amount and the quality of the information disclosed by companies is key for shareholders decision making. The inability to choose or manage investments, or even, due to personal choice, has led many investors to rely on financial analysts. From this perspective, the following questions are raised: **Which is the degree of utilization of Financial Reports by Analysts of Investment in the evaluation of companies, and what is the perception of these analysts and investor relations professional about these statements?** The aim of this research is to identify the importance of Accounting, from the use of Financial Reports by investment analysts in the evaluation of the business and or financial assets and the disclosure of these statements by the company. Wishing the success of the study, coupled with theoretical basis, is part of the scope of this study two questionnaires sent to Market Analysts and IR professional. The studies indicated that both analysts and IR professional have similar perceptions on the informational content of Accounting and believe that through financial statements, accounting informs at least partially the economical, financial and operational condition of the company. Further, for most analysts the financial statements are essential for the evaluation of the economical and financial health of the company and that the use of accounting information surpasses 75% of all the process of analysis. From the dozens of financial indicators have been posted the ten most frequently used by analysts.

Keywords: Investors, Financial Analysts, Investor Relations Professional, Financial Statements, Company Evaluation.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	19
	1.1 Tema e Problema.....	19
	1.2 Objetivo Geral.....	23
	1.3 Objetivos Específicos.....	23
	1.4 Organização do Conteúdo.....	23
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	25
	2.1 Teoria da Comunicação Contábil.....	25
	2.2 Usuários da Contabilidade e a Necessidade Informacional.....	30
	2.3 Caracterização e Atividades dos Analistas de Investimentos.....	32
	2.3.1 Análise Fundamentalista e Análise Gráfica.....	34
	2.3.2 Trabalhos Internacionais relacionados às atividades dos Analistas de Investimentos.....	35
	2.3.3 Trabalhos Internacionais que abrangem as atividades dos Analistas de Investimentos e a Contabilidade.....	36
	2.3.4 Trabalhos no Brasil que abrangem as atividades dos Analistas de Investimentos e a Contabilidade.....	38
	2.4 Caracterização e Atividades dos Profissionais de Relações com Investidores – RI.....	39
	2.4.1 Pesquisas Internacionais sobre os profissionais de RI.....	41
	2.4.2 Trabalhos no Brasil sobre os profissionais de RI.....	42
3	METODOLOGIA.....	44
	3.1 Tipologia da Pesquisa.....	44
	3.2 Hipóteses Formuladas.....	44
	3.3 Teste Estatístico.....	45
	3.3.1 Teste qui-quadrado.....	45
	3.3.2 Teste de uma Amostra para Proporções.....	46
	3.3.3 Teste de Proporções para duas Amostras.....	46
	3.4 Universo e Amostra.....	49
	3.5 Elaboração do Questionário.....	51
	3.5.1 Questionário direcionado aos profissionais de RI.....	52
	3.5.2 Questionário direcionado aos Analistas de Investimentos.....	53
4	RESULTADOS.....	56
	4.1 Questionário para os Analistas de Investimentos.....	56
	4.1.1 Perfil dos Analistas de Investimentos.....	56
	4.1.2 Atividades dos Analistas de Investimentos.....	58
	4.1.2.1 Indicadores mais utilizados pelos Analistas de Investimentos.....	67
	4.2 Questionário para os profissionais de Relações com Investidores.....	72
	4.2.1 Perfil dos profissionais de Relações com Investidores.....	72
	4.2.2 Atividade Contábil nas Empresas dos profissionais de RI.....	74
	4.3 Junção dos Resultados dos Ambos os Questionários.....	79
	4.4 Análise das Hipóteses de Pesquisa.....	81
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	89
	5.1 Conclusões.....	89
	5.2 Recomendações.....	91
	REFERÊNCIAS.....	92
	APÊNDICES.....	98
	APÊNDICE A - Justificativa das empresas que não responderam ao questionário.....	98

APÊNDICE B - <i>E-mails</i> para o Departamento de Relações com Investidores e o de Analistas de Investimentos	100
APÊNDICE C - Carta de apresentação do Orientador e Questionário RI	102
Programa Multidisciplinar e Inter-Regional em Ciências Contábeis	102
APÊNDICE C 1 - Carta de Apresentação do Orientador e Questionário Analistas.....	106
Programa Multidisciplinar e Inter-Regional em Ciências Contábeis	106
APÊNDICE D - Empresas participantes da Pesquisa	113
APÊNDICE E - Testes Estatísticos	115

|

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Processo de Análise de Investimentosp. 33

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Investidores Pessoa Física no Mercado de Ações - período de 2000 a 2007.....	p. 22
--	-------

LISTA DE QUADROS

Quadro 1. Utilidade de Relatórios Periódicos para Investidores e Analistas.....	p. 38
--	-------

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Período de retorno dos questionários.....	56
Tabela 2. Função exercida pelos respondentes do questionário Analista.....	57
Tabela 3. Empresas Avaliadas por Setor pelos Analistas de Investimentos.....	58
Tabela 4. Demonstrativos Contábeis e ou Relatórios Utilizados pelos Analistas de Investimentos.....	59
Tabela 5. Demonstrativos Contábeis e ou Relatórios Imprescindíveis na opinião dos Analistas de Investimentos.....	60
Tabela 6. Demandas mais frequente de informações do Analista de Investimento ao profissional de RI.....	62
Tabela 7. Maior grau de Relevância das Informações na opinião dos Analistas de Investimentos.....	62
Tabela 8. Contabilidade como fator Informacional da situação econômica, financeira e operacional aos usuários externos.....	64
Tabela 9. Utilização de modelo para ajustes dos dados contábeis para o cálculo dos indicadores.....	65
Tabela 10. Indicadores Financeiros mais utilizados pelos Analistas de Investimentos...	66
Tabela 11. Função exercida pelos profissionais de RI.....	73
Tabela 12. Relatórios adicionais produzidos pela empresa.....	74
Tabela 13. Relatórios adicionais produzidos pela empresa.....	76
Tabela 14. Percepção dos profissionais de RI sobre a Contabilidade, por meio das demonstrações contábeis.....	77
Tabela 15. Predomínio das Áreas correlatas nas atividades dos Profissionais de RI e Analistas de Investimentos.....	79
Tabela 16. Percepção do Profissional de RI e do Analista sobre a Contabilidade.....	79
Tabela 17. Solicitação de demonstrativos adicionais aos Profissionais de RI pelos Analistas	81
Tabela D-1. Amostra das Empresas participantes da Pesquisa Profissional de RI.....	113
Tabela D-2. Amostra das Empresas participantes Analistas de Investimentos.....	114
Tabela D-3. Correlações entre as Atividades de RI.....	115
Tabela D-4. Correlações entre as Atividades dos Analistas.....	116
Tabela D-5. Correlações entre os Indicadores utilizados pelos Analistas.....	117

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AIMR	<i>Association for Investment Management and Research</i>
APIMEC	Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais
BB DTVM	Distribuidora de Valores do Banco do Brasil
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
BVRJ	Bolsa de Valores do Rio de Janeiro
CFA	Analista Financeiro Registrado
CFC	Conselho Federal de Contabilidade
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CPV	Custo dos Produtos Vendidos
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFP	Demonstrações Financeiras Padronizadas
DRI	Diretoria de Relações com Investidores
DVA	Demonstração do Valor Adicionado
EUA	Estados Unidos da América
FASB	<i>Financial Accounting Standards Board</i>
IBOVESPA	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
IBRI	Instituto Brasileiro de Relações com Investidores
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
ITR	Informações Trimestrais
MBA	<i>Master in Business Administration</i>
MD&A	<i>Management Discussion and Analysis</i>
RI	Relações com Investidores
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados
US GAAP	<i>Generally Accepted Accounting Principles in the United States</i>

1 INTRODUÇÃO

1.1 Tema e Problema

Consumir sua riqueza hoje ou investir para usufruir no futuro? Aos que decidem investir a riqueza, o mercado acionário configura-se em importante opção de investimento, tanto para pessoas físicas quanto para instituições detentoras de recursos, recursos esses que propiciam o crescimento e desenvolvimento das empresas, que, por conseguinte, geram riqueza ao país. Dessa forma, o desenvolvimento econômico de um país está, entre outros aspectos, diretamente relacionado ao desenvolvimento do seu mercado de capitais.

A quantidade e a qualidade das informações a respeito das empresas disponibilizadas ao mercado financeiro são essenciais aos investidores para a tomada de decisão por determinado investimento. Compete aos profissionais de Relações com Investidores intermediar o fluxo de informações, por meio das demonstrações contábeis e informações adicionais, entre a empresa e os investidores, assegurando a melhor simetria possível na disseminação das informações. Evita-se, dessa forma, o uso indevido de informações privilegiadas.

Ocorre que há muitos investidores desprovidos de habilidades para eleger e gerenciar investimentos, ou ainda, os que preferem delegar essa tarefa a outrem, motivo pelo qual recorrem ao auxílio de profissionais especializados, conhecidos como Analistas de Investimentos.

Para a execução de suas atividades, os Analistas de Investimentos recorrem à Contabilidade, haja vista que a Associação Americana de Contabilidade – AAA -, em 1966, produziu o documento intitulado *A Statement of Basic Accounting Theory – ASOBAT*, no qual definiu que a Contabilidade “é o processo de identificação, mensuração e comunicação de informação econômica para permitir a realização de julgamentos e decisões pelos usuários da informação, não dando importância para a classificação da natureza contábil” (SANTOS *et al* 2007 p. 33).

No Brasil, a Contabilidade está sob a égide da Lei das Sociedades Anônimas de nº. 6.404/76 e atualizações posteriores, que preconiza em seu artigo 176 a obrigatoriedade das demonstrações financeiras, que deverão exprimir com clareza a

situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício. Estas demonstrações são complementadas por notas explicativas, quadros analíticos ou outras demonstrações contábeis, que são necessários para esclarecimento da situação patrimonial e dos resultados do exercício (BRASIL. Lei 6.404/76).

De acordo com Niyama (2006), a Contabilidade brasileira, tradicionalmente, tem-se vinculado à legislação e à regulamentação por diferentes organismos governamentais, como o Banco Central do Brasil, para os bancos; a Superintendência de Seguros Privados – Susep, para as seguradoras; Comissão de Valores Mobiliários – CVM, para as companhias abertas. Além disso, existem as obrigações adicionais específicas da Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa, às empresas, nos níveis diferenciados de Governança Corporativa, dentre as quais a divulgação das demonstrações financeiras e demonstrações consolidadas de acordo com os padrões internacionais *International Financial Reporting Standards* IFRS ou normas norte-americanas.

Acrescenta-se a esses Órgãos legisladores e regulamentadores, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC, instalado em 2006, que “tem por objetivo o estudo, o preparo e a emissão de Pronunciamentos Técnicos sobre procedimentos de Contabilidade e a divulgação de informações dessa natureza, para permitir a emissão de normas pela entidade reguladora brasileira, visando à centralização e uniformização do seu processo de produção, levando sempre em conta a convergência da Contabilidade Brasileira aos padrões internacionais”. A busca da convergência da Contabilidade a esses padrões internacionais demonstra a preocupação das entidades que compõem esse Comitê com os avanços decorrentes da abertura da economia brasileira para o exterior, em que às empresas brasileiras se põem em contato com os grandes mercados. Com a adoção de normas contábeis reconhecidas internacionalmente, o intuito é o de facilitar o processo de tomada de decisão dos investidores, solidificando o mercado de capitais no Brasil. (CPC, 2007)

O Conselho Federal de Contabilidade, por meio da Resolução CFC N°. 1.121/08, que trata da Estrutura Conceitual para a Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis, preconiza que as Demonstrações Contábeis preparadas sob a égide daquela Estrutura Conceitual têm por objetivo fornecer informações que sejam úteis na tomada de decisões e avaliações por parte dos usuários em geral, sem o intuito de atender grupos específicos de usuários (Resolução CFC nº 1.121/08).

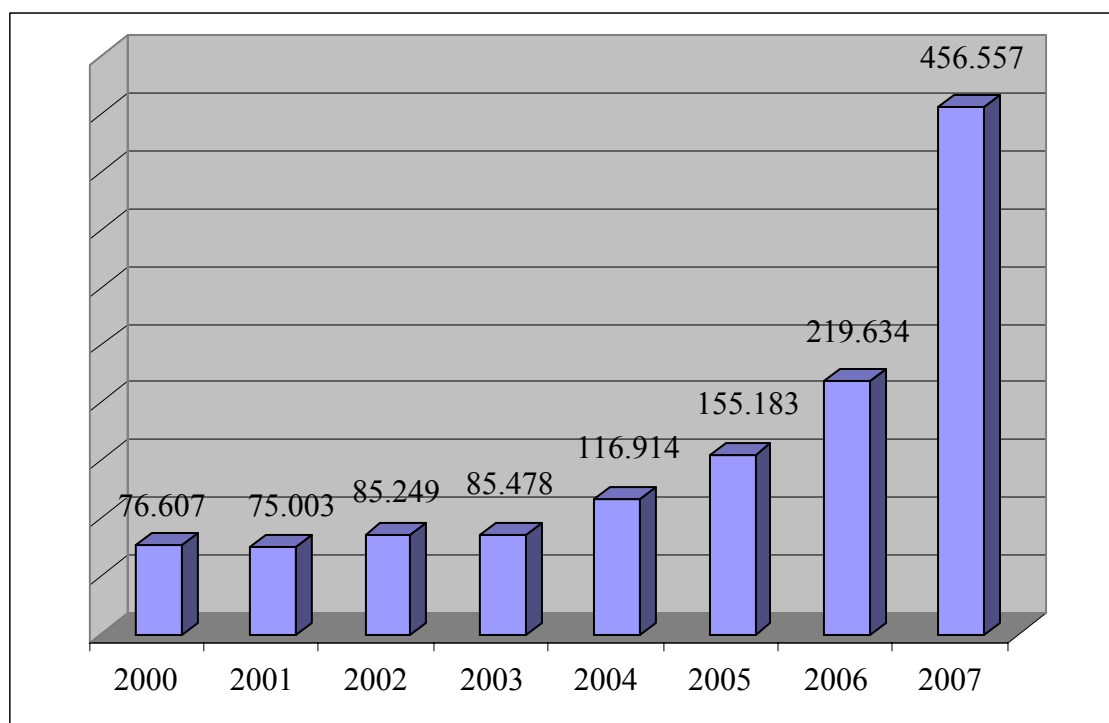
Para Hendriksen e van Breda (1999), o lucro contábil é usualmente considerado como a informação isolada mais relevante contida nas demonstrações contábeis, que, do ponto de vista informacional, descreve efetivamente a atividade contábil.

Esses mesmos autores apontam que a maior parte da informação diretamente relacionada a uma empresa específica origina-se da própria empresa; e que a eficiência do mercado se deve ao fato de a Contabilidade ser apenas uma das fontes de informações, publicamente disponíveis. Concluem que, “o resultado pode ser o de que, quando as demonstrações financeiras são publicadas, a informação nelas contidas já se tenha tornado publicamente disponível ou tenha sido antecipada” (HENDRIKSEN e van BREDA, 1999 p. 120).

Isso demonstra a tempestividade com que as informações são requeridas. Assim, diante das constantes evolução e transição da economia, acentua-se a importância das informações produzidas pela Contabilidade. Acrescenta-se que a compreensão dessas informações contábeis e oportunas são condições essenciais em um processo de tomada de decisão.

Na história do mercado de capitais brasileiro, a última década caracteriza-se por ser um dos períodos mais ricos em transformações e avanços. O fortalecimento institucional do mercado fundamenta-se na dispersão da base de acionistas, conforme gráfico 1, aliada à adoção dos princípios de sustentabilidade empresarial, em que as empresas atuam com responsabilidade social corporativa, bem como nas melhores práticas de governança corporativa pelas empresas.

Gráfico 1. Investidores Pessoas Físicas no Mercado de Ações - período 2000 a 2007



Fonte: Revista BOVESPA. Relatório *Ombudsman* 2007.

No gráfico 1, demonstra-se a evolução das pessoas físicas inseridas no mercado de ações no período de 2000 a 2007. A série histórica de 7 anos inicia-se com uma queda no número de participantes no primeiro ano. De 2001 a 2006, inicia uma evolução lenta, que culmina em um crescimento anual de até 40%. No último exercício, o crescimento dos acionistas superou os 100%, passando de 220 mil, em 2006, para em torno de 450 mil acionistas, em 2007.

De acordo com Assaf (2005 p. 293), “apesar do processo de decisão de investimento acionário ser, muitas vezes, desenvolvido de maneira mais intuitiva, é indispensável, para efeito de um posicionamento mais racional do mercado, que aplicação financeira seja o reflexo de uma avaliação mais formal desses ativos”.

Dessa forma, a motivação para esta pesquisa advém da crescente importância que o mercado de capitais vem assumindo no País e dentro do contexto econômico mundial. A abertura de capital da própria Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, em outubro/2007, evidencia esse crescimento.

Nesse contexto, este estudo se propõe a investigar o grau de contribuição das demonstrações contábeis exigidas pela Lei das Sociedades Anônimas ao alcance dos objetivos das atividades dos analistas de investimentos e dos profissionais de relações

com o investidor – RI. Para tanto, definiu-se a seguinte questão de pesquisa: **Qual o grau de utilização das demonstrações contábeis pelos analistas de investimentos na avaliação das empresas, e qual é a percepção desses analistas e dos profissionais de RI sobre essas demonstrações?**

1.2 Objetivo Geral

A pesquisa tem por objetivo geral identificar o grau de importância, a partir do uso das demonstrações contábeis, para os analistas de investimentos, na avaliação das empresas e ou ativos financeiros, bem como detectar se esses relatórios auxiliam a tomada de decisão em suas atividades.

1.3 Objetivos Específicos

- Identificar quais as demonstrações que são elaboradas para complementação e ou esclarecimentos da situação patrimonial e dos resultados dos exercícios e quais os motivos que levam as empresas a elaborá-los;
- Investigar quais informações contábeis são imprescindíveis nas atividades dos analistas de investimentos para sugestão de determinado ativo financeiro; e se a tomada de decisão fundamenta-se nos referidos relatórios.
- Comparar a visão do analista de investimentos com a do profissional de RI no que concerne às demonstrações produzidas pela Contabilidade.
- Detectar os índices financeiros mais utilizados pelos analistas, e se esses já estão disponibilizados pela empresa, ou são calculados pelos analistas, cuja informação poderá ser extraída da resposta à questão que discrimina todos os índices passíveis de serem utilizados em uma análise.

1.4 Organização do Conteúdo

Para o adequado desenvolvimento do estudo, este trabalho está dividido em cinco capítulos. O primeiro capítulo, inerente à parte introdutória, contempla os aspectos relativos ao tema e problema, ao objetivo e às delimitações do trabalho.

O segundo capítulo trata da revisão da literatura, com abordagem da Teoria da Comunicação e a utilidade das informações contábeis no contexto do mercado de

capitais. Delineia, ainda, as atividades dos analistas de investimentos e dos profissionais de relações com investidores – RI, bem como os alguns estudos a respeito do tema inerentes aos analistas e aos profissionais de RI.

O terceiro capítulo apresenta a metodologia da pesquisa, a abrangência dos questionários aplicados aos profissionais e os testes estatísticos utilizados.

O quarto capítulo apresenta os resultados da pesquisa. Finalmente, o quinto capítulo, contempla as considerações finais e recomendações para futuros estudos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teoria da Comunicação Contábil

Considerando que a pesquisa objetiva detectar a opinião de dois grupos distintos - de um lado o profissional de relações com investidores, e, de outro lado, o analista financeiro - faz-se necessário apropriar-se dos conceitos da teoria da comunicação para detectar o motivo da divergência de opinião.

“A Teoria da Informação ou Teoria Matemática da Comunicação, denominação de Shannon, foi formulada como uma teoria matemática destinada a auxiliar a solução de certos problemas de otimização do custo de transmissão de sinais” (EPSTEIN,1986 p.1).

Santaella e Nöth afirmam que, no contexto da sociologia, há mais de 160 definições para o conceito de comunicação. De acordo com esses autores, o conflito de concepções e abordagens é bastante comum em virtude do vultoso crescimento das teorias e métodos no último século, em todas as áreas. Fato esse, que os faz se referirem à comunicação como um campo em construção.

Maser (1975) expõe que “comunicação” vem do latim *communicare*, e o significado seria “tornar comum”.

Berlo (1972, p. 20) afirma que:

todo comportamento de comunicação tem um objetivo, uma meta, que é produzir certa reação. Quando aprendemos a exprimir nossos objetivos em termos de respostas específicas da parte daqueles que recebem nossas mensagens, teremos dado o primeiro passo para a comunicação positiva e eficiente.

A partir de um esquema geral da comunicação, em que o elemento primordial é o meio que torna possível o transporte das mensagens entre o emissor e o receptor, Maser (1975, p. 7) explica que o objetivo da comunicação é partilhar informações; mas esse objetivo pode ser prejudicado por diversos fatores, dentre os quais destaca:

(a) o emitente não se expressa de maneira adequada, dizendo algo diferente do que pretendia; b) o receptor compreende a mensagem de modo inapropriado, que não se coaduna com a intenção do emitente; c) a mensagem recebida difere da enviada, por ter sido deturpada ou alterada enquanto era transportada.

No processo de análise da comunicação, Berlo (1972, p. 43) procurou determinar o que aumenta ou reduz a fidelidade na comunicação, e concluiu que:

“Ruído e fidelidade são as duas faces da mesma moeda. A eliminação do ruído aumenta a fidelidade; a produção de ruído reduz a fidelidade. Um codificador de alta fidelidade é o que expressa perfeitamente o que a fonte quer dizer.” Nesse aspecto, pretende-se, no decorrer deste estudo, traçar um paralelo entre a visão dos analistas e dos profissionais de relações com investidores. Portanto, há que se aprofundar na discussão sobre o emissor e o receptor da mensagem.

Dentre os fatores que atuam sobre o emissor da mensagem, influenciando seu procedimento no ato comunicativo, o objetivo almejado, seus mecanismos codificadores e ainda o teor das mensagens, destacam-se: as habilidades comunicativas; as atitudes para consigo e para com o assunto; o grau de conhecimento que o emissor possui, não apenas do assunto que será comunicado, mas também do próprio processo de comunicação e sobre as características do receptor da informação e, finalmente, sua posição dentro do sistema sócio-cultural, o que inclui valores, padrões aceitáveis e percepções sobre a posição social e cultural do receptor. (BERLO, 1972).

As pessoas que estão nas duas extremidades do processo de comunicação são afetadas por fatores similares. Portanto, habilidades comunicadoras; atitudes; conhecimento e sistema sócio-cultural podem ser analisados tanto do emissor quanto do receptor. Salienta-se, no entanto, que a teoria da comunicação preocupa-se, primordialmente, com o receptor. Essa importância revela-se na limitação do debate à comunicação efetiva, em que o autor conclui “o receptor é o elo mais importante do processo de comunicação. Se a mensagem não atingir o receptor, de nada adiantou enviá-la.” (BERLO, 1972, p.53).

De acordo com Maser (1975), praticamente inexistente uma área que não utilize a teoria da comunicação, pois comunicação é transmissão de uma informação. Dessa forma, os estudos da comunicação se originaram do aporte de diversas disciplinas, tendo em vista que os afazeres humanos se associam intimamente à comunicação. E, nesse aspecto, à Contabilidade, que tem por objetivo fornecer informações que ajudarão seus usuários na tomada de decisão, é imprescindível a utilização da teoria da comunicação.

Em face de grande utilização da Teoria Matemática da Comunicação no desenvolvimento de diversos ramos do conhecimento, Epstein (1986) questiona como uma teoria, que fora desenvolvida para a finalidade precípua de solucionar problemas técnicos de comunicação, expandiu estes limites e adquiriu importância considerável em outras áreas como economia, psicologia, biologia, pedagogia, etc.

Diante dessa constatação, Dias Filho (2000) considerando a Contabilidade essencialmente um processo de comunicação, questiona, por sua vez, a não exploração com maior amplitude, pela Contabilidade, dos recursos oferecidos pela referida teoria para melhorar a sua comunicação com o usuário. A argumentação do autor é de que, pelo fato de se identificar os problemas de comunicação existentes na área contábil, indica uma maior aproximação entre a Contabilidade e seus usuários, acreditando assim que com a utilização dessa teoria é possível à Contabilidade adequar a sua linguagem à capacidade de compreensão do usuário. Para tanto, segundo o autor, seria necessário identificar um modelo específico de comunicação que pudesse ser adotado pela Contabilidade para maximizar a sua função informativa, bem como compreender a Contabilidade como um processo de comunicação e perceber como os seus componentes interagem, as relações que se desenvolvem entre diversos elementos, tais como: o contador e os eventos econômicos, o usuário e as demonstrações contábeis.

Ao se posicionar sobre a comunicação em Contabilidade, Carvalho (1991, *apud* DIAS FILHO, 2001, p. 41)

refere-se à importância da comunicação contábil, destacando que, no século XXI, o Contador será, por excelência, o comunicador da vida empresarial e acrescenta que a vida desse profissional será cada vez mais dedicada ao aperfeiçoamento da comunicação.

Seguindo o mesmo norte de raciocínio, Smith e Smith (1971, *apud* DIAS FILHO, 2001 p. 41):

referindo-se à relação existente entre a Contabilidade e a Teoria da Comunicação explicam que os princípios dessa teoria podem ser utilizados para avaliar se a Contabilidade está cumprindo adequadamente a função de comunicar as “informações financeiras”. No mesmo trabalho, os referidos autores salientam que se essa função não for bem realizada, os demonstrativos contábeis tornam-se inúteis.

O interesse pela comunicação é demonstrado na elaboração de vários modelos de comunicação, que diferem entre si, em parte, na terminologia ou na adição ou subtração de um ou outro elemento, de acordo com Berlo (1972). Os itens incluídos por, esse autor, em seu estudo, a respeito de um modelo do processo de comunicação são: a fonte, o codificador, a mensagem, o canal, o decodificador e o receptor.

Para Bierman e Drebin (1979, *apud* DIAS FILHO e NAKAGAWA, 2001), um modelo básico de comunicação, em sentido amplo, é constituído dos seguintes elementos:

- uma fonte de informação que produz uma mensagem, ou seqüência de mensagens a serem comunicadas ao receptor;

- um transmissor que opera a mensagem de alguma forma para produzir um sinal passível de ser transmitido através do canal;
- canal, que é o meio utilizado para se transmitir o sinal;
- receptor, que realiza a operação inversa do transmissor, reconstruindo a mensagem a partir do sinal; e
- destino, que é a pessoa para a qual a mensagem é dirigida.

Alicerçados no modelo de comunicação de Bierman e Drebin, Dias Filho e Nakagawa (2001 p. 46) adaptaram o mencionado modelo ao sistema contábil em que:

os referidos elementos podem ser visualizados da seguinte forma: os eventos econômicos são as fontes básicas da informação contábil; o contador atua como transmissor, observando estes eventos e codificando-os para transmitir a informação através dos relatórios contábeis, os quais, por sua vez, formam o canal básico desse tipo de comunicação. Finalmente, a mensagem é recebida, decodificada e interpretada pelo administrador ou tomador de decisão, que figura no processo como destinatário final.

Acreditam os autores, que com a utilização desse modelo poder-se-ia minimizar o problema semântico, que diz respeito à distância existente entre o significado que um emissor pretende transmitir através de determinado código e a interpretação que o receptor atribui à mensagem recebida. Na área contábil, a dificuldade de ordem semântica manifesta-se quando o significado que o contador pretende atribuir a termos e expressões veiculadas nas demonstrações contábeis se distanciam daquele que realmente lhes é atribuído pelos respectivos destinatários. Segundo os autores, esse desencontro entre significados tanto pode ocorrer em relação a expressões eminentemente técnicas e específicas da área contábil, como também em relação a termos que possuem significados bem definidos na linguagem de uso comum, mas são utilizados com conotação diferente na área contábil.

Iudícibus, Martins e Carvalho (2005) questionam se haveria outra forma de a Contabilidade obter as informações, em sua função de sistema receptor, processador e transmissor dos resultados de eventos e transações. Afirmam os autores, que a forma mais inteligente de a Contabilidade atingir os seus objetivos é por meio do objeto da Contabilidade, ou seja, o patrimônio e suas variações quantitativas e qualitativas. Admitem, ainda, a necessidade de processo de comunicação claro no qual o usuário perceba com nitidez o que a linguagem contábil quer transmitir, mas que não há como assegurar eficiência, pois envolve transmissor e receptor, ruídos de informação, além de capacidades distintas de absorção do significado da informação transmitida. Apontam,

ainda, o estudo da Semiótica Contábil, parte aplicada da Teoria da Comunicação, nas últimas décadas, com resultados prometedores, mas ainda incipientes.

Segundo Mahoney (1997), a informação é o ingrediente chave do processo de avaliação das ações da empresa. É a qualidade da informação que faz a diferença entre uma boa ou má decisão de investimento. Ela ajuda os analistas e investidores nas suas tomadas de decisões, traduzindo-se em conhecimento e discernimento, que lhes proporcione os melhores referenciais possíveis, para a aplicação dessas informações na avaliação da empresa.

Considerando as transformações ocorridas, advindas do crescimento econômico, a Contabilidade tornou-se mais complexa, sem, contudo perder os motivos originais das demonstrações contábeis, dentre as quais, investidores necessitam de informações contábeis para tomar decisões inteligentes.

Para que se especifiquem as informações contábeis, o relatório anual é, provavelmente, o mais importante, dentre os diversos relatórios emitidos pelas sociedades anônimas e apresenta dois tipos de informação: primeiro, exposição dos resultados operacionais do exercício findo e perspectivas de acontecimentos que afetarão operações futuras. Segundo, apresenta as demonstrações contábeis que tomadas em conjunto evidenciam uma visão contábil das operações e da situação financeira da empresa. As informações quantitativas e qualitativas são igualmente importantes. As demonstrações contábeis evidenciam o que de fato ocorreu com os lucros e os dividendos, enquanto que as informações qualitativas tendem a explicar o motivo das ocorrências (BRIGHAM E HOUSTON, 1999).

Seguindo o raciocínio dos dois últimos autores citados, é perceptível a preocupação dos estudiosos em deixar bastante clara a existência e a diferença entre informação e análise.

Os vários questionamentos apresentados, as argumentações para a utilização das referidas teorias objetivam ultrapassar as dificuldades de se fazer entender. Dessa forma, é possível inferir que os pesquisadores mencionados estão contribuindo para que a Contabilidade responda aos anseios de seus usuários por informações.

2.2 Usuários da Contabilidade e a Necessidade Informacional

O Pronunciamento Conceitual Básico do Comitê de Pronunciamento Contábeis, aprovado pela Deliberação CVM Nº 539, de 14 de março de 2008, especifica os principais usuários das demonstrações contábeis, a saber: investidores, empregados, credores por empréstimos, fornecedores e outros credores comerciais, clientes, governos e suas agências e o público em geral. O pronunciamento destaca as principais necessidades de cada tipo de usuário. Entretanto, este estudo enfocará somente os investidores, por estarem relacionados com os analistas de investimentos e profissionais de RI, que são o ponto central deste estudo:

Investidores. Os provedores de capital de risco e **seus analistas** que se preocupam com o risco inerente ao investimento e o retorno que ele produz. Eles necessitam de informações para ajudá-los a decidir se devem comprar, manter ou vender investimentos. Os acionistas também estão interessados em informações que os habilitem a avaliar se a entidade tem capacidade de pagar dividendos.

O ambiente no qual se concentram os investidores deste estudo é o mercado acionário das companhias abertas. Uma companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários, e somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na CVM podem ser negociados no mercado de valores mobiliários. (BRASIL, Lei nº. 10.303/01 art. 4º caput e § 1º).

A Lei 6385/76, que dispõe sobre o Mercado de Valores Mobiliários e que criou a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, demonstra interesse pelos usuários no que concerne às informações contábeis, ao assegurar:

- o acesso do público à ampla divulgação das informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;
- a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários a fim de proteger o interesse dos **investidores**.

O registro de uma companhia na CVM implica a obrigatoriedade de enviar e manter atualizadas informações econômicas e financeiras, por meio das demonstrações contábeis, que permitam aos **investidores** avaliar as condições atuais e futuras da companhia. Essas demonstrações contábeis são os insumos das atividades dos analistas de investimentos.

Nos Estados Unidos, os acionistas investidores e credores são os destinatários dos relatórios financeiros. De acordo com o Fasb (*apud* HENDRIKSEN e van BREDA, 1999, p. 511): “A divulgação financeira deve fornecer informação útil à tomada de decisões racionais de investimento, concessão de crédito etc., por investidores e credores atuais e futuros, bem como outros usuários”. O enunciado abrange tanto o destinatário, quanto a finalidade da informação que é de fornecer conhecimento útil. Entretanto, decidir sobre o que é útil ou não ao usuário na tomada de decisões torna-se bastante difícil, haja vista a diversidade de usuários e com finalidades diversas em suas decisões. No que concerne à quantidade de informação a ser divulgada, os autores afirmam que:

depende, em parte da sofisticação do leitor que a recebe. O Fasb, por exemplo, adota a posição de que a informação divulgada em relatórios financeiros deve ser: compreensível para os que possuem um conhecimento razoável de negócios e atividades econômicas e estão dispostos a estudar a informação com diligência razoável (HENDRIKSEN e van BREDA 1999, p. 515).

De acordo com Iudícibus (2004, p. 124), no que concerne à quantidade e à qualidade da informação, há que se definir o perfil do investidor médio, a circunstância e o momento a fim de que essa informação seja totalmente absorvida. O autor é, ainda, de firme posição que a “interpretação dos demonstrativos contábeis é tarefa única e exclusivamente reservada aos *experts* em Contabilidade e Finanças, que deveriam ser os intermediários entre as empresas e os donos de recursos assessorando estes últimos nas análises”.

No que diz respeito à função de um profissional da área contábil, para Marion (2003), esta transcende a atividade de elaboração de relatórios contábeis que deve culminar na compreensibilidade do que se quer informar, ou seja, a compreensão das informações contábeis é condição essencial para as mesmas sejam utilizadas com eficácia em um processo de tomada de decisão; portanto, a utilidade, clareza e objetividade das demonstrações contábeis devem ser a preocupação primeira do profissional. Conforme Montaldo, (1995, p. 32 *apud* MARION 2003 p.33):

O contador deve desempenhar aqui um papel importante nas negociações inter-regionais, assessorando, pesquisando, trazendo informações e elementos que assegurem o fluxo de informação contínua, que leva a uma tomada de decisão racional, devendo oferecer um serviço socialmente útil e profissionalmente eficiente, que não seja apenas fruto da experiência e da formação universitária recebida, mas também de seu compromisso de incrementar e renovar constantemente o caudal de seus conhecimentos em prol da unidade regional.

Corroboram esse pensamento Iudícibus, Martins e Carvalho (2005 p. 7-19), quando afirmam que:

É confortante poder expressar as dimensões atuais da Contabilidade como uma forma eficaz de avaliação de desempenho econômico e financeiro (e social) de entidades e gestores; como insumo essencial para a tomada de decisões econômico-financeiras; como instrumento de *accountability* eficiente de qualquer gestor de recursos perante a sociedade. Isso é um fato.

Dessa forma, considerando que o foco deste estudo são os investidores, o que se requer das demonstrações contábeis são informações passíveis de interpretações sobre o que é informado, ou seja, que auxilie o usuário da contabilidade na identificação daquilo que é essencial para sua opção de investimento.

2.3 Caracterização e Atividades dos Analistas de Investimentos

Consoante artigo 2º da Instrução Normativa CVM 388/2003, que dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários e estabelece condições para seu exercício, a atividade de analista consiste na avaliação de investimento em valores mobiliários, em caráter profissional, com a finalidade de produzir recomendações, relatórios de acompanhamento e estudos para divulgação ao público, que auxiliem no processo de tomada de decisão de investimento (CVM IN 388/2003).

No Brasil, a CVM concede o registro de analista de mercado de valores mobiliários à pessoa natural, que esteja credenciada por entidade de direito privado de âmbito nacional, sem fins lucrativos, previamente autorizada pela Autarquia. Dentre os requisitos para o credenciamento, destaca-se a aferição de aptidão adequada para o exercício da atividade de analista de valores mobiliários, por meio de exames de qualificação técnica e ética (CVM IN 388/2003).

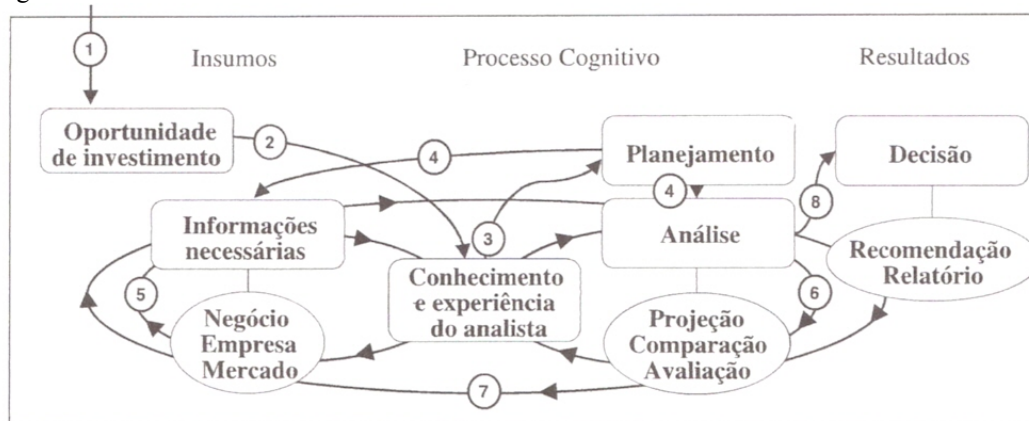
Nos Estados Unidos, a *Association for Investment Management and Research* – AIMR, organização internacional, sem fins lucrativos, estabelecida em 1990, administra um programa pelo qual um profissional de investimento é submetido a um exame de comprovação de conhecimentos, a fim de ser designado como um Analista Financeiro Registrado - CFA. As diretrizes da prática para os profissionais de investimento são estabelecidas pelo Código de Ética e Normas de Conduta Profissional, elaborado pela própria AIMR (BODIE, KANE e MARCUS, 2000).

Atuando de forma independente ou como funcionários de uma instituição intermediária, tais como as corretoras, bancos e fundos de pensão, os analistas de investimentos atentam para as informações divulgadas pelas empresas, que subsidiam os estudos com as previsões de resultados que culminam em recomendações para manter, comprar ou vender determinada ação.

Boff (2000 p. 86) ao se referir às atividades dos analistas expõe: “o processo de análise obedece a um conjunto de ações que pode ser bastante diversificado, pois essa atividade não segue necessariamente uma rotina estruturada. Esse é um dos fatores que caracteriza a análise de investimento como trabalho de conhecimento.”.

Na figura a seguir, elaborada por Boff (2000), denominada Processo de Análise de Investimentos estão ilustrados a seqüência e o inter-relacionamento das atividades do analista.

Figura 1: Processo de Análise de Investimentos



Fonte: BOFF (2000, p. 91)

Consoante legenda e estudo minucioso do autor no decorrer de sua tese, de forma sintetizada, tem-se a explanação das etapas da figura, a saber: a etapa 1 identifica uma oportunidade de investimentos - é o início do processo, que pode ocorrer, por exemplo, por uma oferta pública de ações. As etapas 2 e 3 referem-se ao planejamento da análise: são utilizados o conhecimento e experiência para determinar quais informações são necessárias à análise e onde encontrá-las. A etapa 4 prevê a posse das informações; portanto, o analista deve, então, interpretá-las. Nas etapas 5 a 7, são exemplificadas essas interpretações que podem ocorrer com o auxílio de fórmulas, índices ou estudo detalhado das demonstrações contábeis, projeções, estudo do setor, comparação desses resultados das empresas e seus pares. Essas informações são utilizadas para a atividade principal do analista: avaliar a empresa, embora essa

avaliação permeie todo o processo. Finalmente, a etapa 8 representa o processo de decisão do analista sobre o investimento, apresentado geralmente na forma de um relatório de análise, em que o analista propõe uma posição sobre o investimento e justifica essa decisão, com argumentos, números, estimativas, comparações etc.

O analista financeiro é, portanto, o profissional que reproduz o conhecimento gerado pela Contabilidade, provê a informação que auxilia o investidor na tomada de decisão. E, para essa função precípua de identificar boas oportunidades aos investidores, esses profissionais apóiam-se em dois modelos de análise, que podem ser utilizados separadamente ou em conjunto, quais sejam, análise fundamentalista e análise técnica.

2.3.1 Análise Fundamentalista e Análise Gráfica

A Análise Fundamentalista consiste em avaliar os fundamentos da empresa, por meio das demonstrações contábeis e análise do setor, a fim de que o analista possa mensurar a eficiência da empresa. A análise por meio dos cálculos de índices financeiros detecta os pontos fortes e fracos de uma empresa em comparação a seus pares, de mesmo setor, porte, ou seja, do cenário micro e macro econômico, bem como a situação econômico-financeira da empresa ao longo do tempo. “O núcleo da análise fundamentalista é a análise de determinantes do valor de uma empresa, tais como as perspectivas de lucros e dividendos” (BODIE, KANE e MARCUS, 2000, p. 349).

Referindo-se aos indicadores, Ross, Westerfield e Jaffe (2007, p. 52) afirmam que “os analistas e administradores usam índices financeiros para sintetizar as condições de liquidez, atividade operacional, alavancagem financeira e rentabilidade da empresa. Quando possível, também usam valores de mercado.”.

A Análise Gráfica, também conhecida como Análise Técnica, estuda o comportamento do mercado por meio dos gráficos. Essa análise tem por objetivo antecipar tendências futuras dos preços em função do comportamento passado, utilizando-se da teoria dos movimentos cíclicos. Os preços dos ativos seguem uma tendência não retilínea e muitas vezes alternando a direção. Neste tipo de análise, não importa a condição específica da empresa naquele momento nem do mercado como um todo, e sim a expectativa dos investidores em relação à ação daquela empresa (BODIE, KANE e MARCUS, 2000).

Aduz a este estudo alguns artigos, dissertações e teses de doutorado que abordam a relevância do trabalho do analista, a forma com que esses profissionais executam suas atividades, modelo de decisão, e a relação do analista com a contabilidade e até possíveis conflitos de interesses nas atividades desses profissionais.

2.3.2 Trabalhos Internacionais relacionados às atividades dos Analistas de Investimentos

Brennan, Jegadeesh e Swaminathan (1993) testaram empiricamente a relação entre o número de analistas que dão cobertura às empresas e o ajustamento no preço das ações advindas de novas informações comuns às companhias de mesmo porte dos Estados Unidos. Os resultados evidenciaram que o ajustamento aos retornos é mais rápido nas companhias que possuem um maior número de analistas dando cobertura. Os autores alertam, entretanto, que essa não é uma relação linear.

Já, Womack (1996) pesquisou a relevância e a acuidade dos analistas de importantes corretoras americanas, nas revisões de recomendações de compra e venda das ações e detectou discrepâncias significativas entre os preços pré-recomendados e os valores reais praticados. A pesquisa concluiu que, em última instância, as revisões de recomendações por parte dos analistas, permitem aferir, fundamentadas nas informações públicas disponíveis e em fatos novos não previstos, o real valor do investimento, que, de acordo com o pesquisador, evidencia a importância que tais recomendações, efetivamente, têm em face da habilidade desses profissionais.

Abordando também a atuação dos analistas, Desbrières (2000) analisou as diferenças entre as informações utilizadas para a estimação de investimento e os métodos usados por investidores e analistas de investimentos em cinco países (EUA, Reino Unido, França, Bélgica e Holanda). O estudo foi viabilizado por meio da análise de questionários de amostras representativas dos mercados de capitais em cada país. Os resultados mostraram que não é possível generalizar as evidências do Reino Unido para outros países, haja vista que as informações são tratadas de forma bastante diferente entre os países analisados. Para os pesquisadores, outros fatores, como o processo de coleta de informações, as diferentes personalidades dos empreendedores e suas referências pessoais também têm influência nesse processo.

Nessa mesma linha de pesquisa, mas de forma mais abrangente, usando uma amostra de 22 países (África do Sul, Alemanha, Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Espanha, Estados Unidos, Finlândia, França, Hong Kong, Irlanda, Itália, Japão, Holanda, Nova Zelândia, Noruega, Portugal, Reino Unido, Suécia e Suíça), Hope (2003) investigou as relações entre a acurácia da previsão pelos analistas e o nível de divulgação de demonstrações contábeis. Considerando fatores específicos das empresas e dos países, o pesquisador concluiu que o nível de divulgação das informações contábeis está positivamente associado com a precisão das previsões, o que sugere, de acordo com o autor, que as divulgações das empresas forneçam informações úteis aos analistas.

Restringindo-se aos analistas de bancos de investimentos, Demirakos, Strong e Walker (2004), com o intuito de abordar e compreender as práticas de analistas financeiros e as metodologias utilizadas na avaliação da empresas, pesquisaram 104 analistas de 26 grandes bancos de investimento internacional no Reino Unido que avaliam empresas dos setores de bebidas, produtos eletrônicos e produtos farmacêuticos. Os resultados demonstraram que: (1) a utilização de avaliação por Comparativos é mais elevada no setor das bebidas ou medicamentos do que em eletrônica; (2) analistas tipicamente escolhem um modelo de avaliação ou explicitam a ferramenta utilizada; (3) contrário às expectativas dos pesquisadores, alguns analistas, além dos modelos próprios, adotam uma avaliação comparativa do preferido modelo.

2.3.3 Trabalhos Internacionais que abrangem as atividades dos Analistas de Investimentos e a Contabilidade

A interatividade dos analistas de investimentos com a contabilidade apresenta-se de forma mais nítida nos trabalhos a começar por Deegan e Rankin (1997) que pesquisaram, no interior da Austrália, sobre a importância da responsabilidade social em relação aos de outras informações na avaliação do desempenho da empresa. A pesquisa foi direcionada aos gestores e a vários grupos de usuários da contabilidade, incluindo os analistas de investimentos. Os resultados concluíram que a materialidade é mais valorizada para os administradores do que para os analistas e o mercado. Embora os analistas acreditem na materialidade da questão, as informações tradicionais são as mais importantes e mais utilizadas, quais sejam: lucros, ativos líquidos, fluxos de caixa, dividendos e pagamentos.

No que concerne aos métodos utilizados, os resultados da pesquisa de Barker (1999) apontam que a classificação dos modelos de avaliação utilizados pelos analistas e gestores de fundos mostra uma preferência por modelos “pouco sofisticados”, utilizando, por exemplo, o rendimento de dividendos em vez de o modelo de dividendo descontado. Esse fato, de acordo com o pesquisador, pode demonstrar a dificuldade prática de extrair informações dos fluxos de caixa. O autor detectou, ainda, que ambos os analistas e gestores de fundos usam o seu próprio modelo de avaliação.

Hope (2003), usando uma amostra de vários países, investigou se a dimensão da política de divulgação das informações contábeis no seu relatório anual está associada com previsões de ganhos. O pesquisador detectou que a política de divulgações contábeis é, fundamentalmente, mais útil para analistas e o relatório anual sobressai como a mais importante dentre as informações publicadas. Para o autor, esses resultados sugerem que a política de divulgações contábeis tende a reduzir incerteza sobre a previsão de ganhos.

Kane (2003), por sua vez, procura alertar os investidores para o perigo da desinformação contábil. Salienta que, embora a Lei Sarbanes-Oxley exija boas práticas de governança corporativa, a desinformação pode favorecer o desvio artificialmente dos preços dos instrumentos financeiros por meio de informações privilegiadas, ou seja, a emissão de relatórios contábeis fraudulentos em detrimento dos investidores. Segundo o autor, em princípio, cabe à auditoria proteger o investidor com informações verídicas.

A fim de detectar a existência ou não de conflito de interesses, Clarke, Khorana e Patel (2004) analisaram, empiricamente, a qualidade das recomendações dos analistas a partir do comportamento desses analistas, em três grupos distintos: (1) bancos de investimento, (2) corretoras e (3) uma investigação independente, sem intermediação. Os autores verificaram que, mesmo que as informações sejam acessíveis a todos os analistas, os analistas de grandes bancos de investimento são menos otimistas e demonstram maior acurácia em suas previsões do que analista de qualquer outro tipo de instituição financeira, que, segundo os pesquisadores, possivelmente os bancos de investimento dispõem de maior volume de recursos para pesquisa e, por conseguinte, melhor acesso a informações estratégicas. No que concerne ao conflito de interesses, detectaram que os analistas independentes são menos tendenciosos. Os autores ressaltam, entretanto, que os resultados sugerem que o comportamento do analista é

mais impulsionado pelas suas características específicas e menos pelas subjacentes influências de instituições afiliadas.

Peek (2005) pesquisou a influência de mudanças discricionárias de contabilidade, a exemplo de alterações no método de custeio, nas previsões individuais de analistas financeiros nos Países Baixos entre 1988 e 1999. Os resultados empíricos indicam que mudanças em procedimentos contábeis podem afetar significativamente a precisão de previsão de analistas, condicionada ao tipo e ao efeito dessa mudança. E, principalmente, quando as alterações de procedimentos não tenham sido previamente comunicadas ao mercado.

2.3.4 Trabalhos no Brasil que abrangem as atividades dos Analistas de Investimentos e a Contabilidade

A monografia de Martinez (2004 p.7) aponta os relatórios anuais e as informações periódicas como as mais importantes formas de comunicação da companhia com o mercado. Salienta-se que o quadro 1, que ilustra o trabalho, apresenta o resultado da pesquisa de Robert G. Eccles e Harold D. Kahn, nos Estados Unidos, sobre a utilidade desses relatórios para analistas e investidores, em que conclui:

se por um lado, a maioria dos investidores e analistas reconhece certa utilidade nos relatórios periódicos divulgados pelas companhias; por outro, percebe-se que as informações ali contidas não são suficientes para a tomada de decisões corretas por parte de investidores e para a emissão de previsões seguras por parte dos analistas.

Quadro 1: Utilidade de Relatórios Periódicos para Investidores e Analistas

	Investidores (n=50)	Analistas (n=31)
Muito útil	22%	39%
Relativamente útil	70%	61%
Não muito útil	6%	0%
Sem utilidade	2%	0%
Total	100%	100%

Fonte: Eccles e Kahn (2003 *apud* MARTINEZ 2004).

Oposto ao resultado deste estudo, embora com o foco mais especificamente no parecer dos auditores independentes, Almeida (2006) em sua dissertação, investiga os aspectos da compreensibilidade e utilidade do parecer sob a ótica dos corretores de valores mobiliários representados por seus **analistas de investimentos**. A autora conclui que se faz necessária a reformulação do conteúdo do parecer, pois as

informações sobre as demonstrações contábeis de empresas brasileiras contidas nesse documento e a sua forma de exposição não satisfazem aos aspectos da aderência às Normas Brasileiras de Contabilidade. A autora fundamenta sua conclusão no fato de ter detectado nesses usuários: a existência de equívocos na compreensão opinativa do parecer; desconhecimento de expressões inerentes à contabilidade; além da insatisfação no tocante à quantidade de informações expostas.

E, por último, a tese de Boff (2000 p. 161), que a partir da simulação de todo o processo de análise e com a participação de **vinte e sete analistas de investimentos**, teve como proposta investigar um ambiente de trabalho de conhecimento, associando a ele as dimensões de processo cognitivo e uso da informação. Dentre as conclusões a que o autor chegou, destaca-se:

É fundamental estabelecer as condições adequadas de acesso à informação, como definição de políticas, reconhecimento da cultura, elaboração de normas e estruturação de tarefas. A ampliação de conhecimento como consequência do processo de análise foi outro importante resultado da pesquisa.

A diferença precípua deste trabalho para os demais aqui listados é a junção, num único trabalho, de dois grupos: dos analistas de investimentos e dos profissionais de RI, cujas funções, interagem entre si; e, com a contabilidade. Com isso, pretende-se comparar as percepções da contabilidade, pelos analistas e pelos profissionais de RI. Semelhante a este trabalho, pode-se apontar a pesquisa introduzida na monografia de Martinez (2004) em que o pesquisador traça um paralelo entre os investidores e analistas.

2.4 Caracterização e Atividades dos Profissionais de Relações com Investidores – RI

Relações com Investidores é a comunicação das informações relativas à empresa para a comunidade financeira; analistas, investidores e potenciais investidores. “É considerado como um fenômeno relativamente recente, que se desenvolveu mais rapidamente nos EUA seguido pelo Reino Unido” (MARSTON e STRAKER, 2001 p.82).

Para o registro da abertura de capital, é uma exigência da CVM que o estatuto social ou o Conselho de Administração atribua a um diretor a função de relações com investidores, que poderá ou não ser exercida cumulativamente a outras atribuições executivas. É de responsabilidade do Diretor de relações com investidores - DRI a

prestação de informações ao público investidor, à CVM e, caso a companhia tenha registro em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, a essas entidades, bem como manter atualizado o registro de companhia. Dessa forma, a atividade de Relações com Investidores objetiva dar suporte às atividades das companhias abertas no seu relacionamento com os agentes do mercado de capitais, ou seja, o profissional de RI é o intermediário entre a companhia e o mercado (CVM, IN 202/93).

A atividade de Relações com Investidores é considerada uma função independente e estratégica, e mesmo essencial, dentro das empresas de capital aberto, o que demonstra uma importante evolução em sua trajetória desde a sua origem na década de 1950 nos EUA, haja vista ter surgido como uma função assessoria de Comunicação Corporativa (TREIGER, 2008).

Segundo Mahoney (1997), as relações com os investidores constituem um processo dinâmico, que continua a crescer e se transformar devido à prática que conduz à descoberta de novos e melhores métodos de comunicação com os públicos alvos e à contínua mudança dos processos de investimento por parte dos diversos integrantes do mercado de capitais.

Marcus e Wallace (1997 *apud* PROCIANOY e ROCHA, 2002) acrescentam que:

A finalidade das relações com os investidores é a divulgação de informações para ajudar a empresa a alcançar o seu valor justo em seus ativos negociáveis e contribui para elevar o valor das empresas, funcionando como fonte vital de informações para a comunidade de investimentos.

A Lei Sarbanes-Oxley de 30 de julho de 2002 ampliou o poder fiscalizador da SEC - *Securities and Exchange Commission*, similar à CVM no Brasil; ampliou, também, significativamente, a importância das relações com investidores nos mercados financeiros com o estabelecimento de padrões de governança corporativa com maior ênfase na auditoria e divulgação pública. As disposições da lei que se aplicam aos RI são inerentes às divulgações de *financial reporting*, que requer precisão, transparência, independência, prestação de contas (*accountability*). (EUA Lei SARBANES-OXLEY, 2002).

No Brasil, a criação do Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – IBRI, em junho 1997, objetivou consolidar o trabalho dos profissionais de RI, contribuindo para a valorização e desenvolvimento dos profissionais como intermediários entre as

Companhias e o mercado, “de acordo com princípios éticos de conduta e com a permanente busca de aperfeiçoamento” (Revista GUIA IMF Companhias Abertas, 2007 p. 86).

A definição de relações com investidores está consignada no portal do Instituto Brasileiro de Relações com Investidores, como:

Conjunto de atividades, métodos, técnicas e práticas que, direta ou indiretamente, propiciem a interação das áreas de Contabilidade, Planejamento, Comunicação, *Marketing* e Finanças, com o propósito de estabelecer uma ligação entre a administração da empresa, os acionistas (e seus representantes) e os demais agentes que atuam no mercado de capitais e que integram a comunidade financeira nacional ou internacional.

Supõe-se que a importância conferida aos profissionais de RI retorne em benefício da própria empresa, haja vista o profissional de RI ser o elo de integração entre a empresa e o mercado.

2.4.1 Pesquisas Internacionais sobre os profissionais de RI

Os dois estudos internacionais a seguir reportados ressaltam a importância e o crescimento da função dos profissionais de relações com investidores.

Marston e Straker (2001) detectaram que apesar de, tradicionalmente, as empresas eurocontinentais terem sido mais dependentes de crédito, ao invés de capital próprio, em face do desenvolvimento dos mercados acionários, vem se acentuando entre as organizações a importância da função de Relações com Investidores, que se revela na criação de departamentos de RI, na maioria das empresas da amostra, além da opinião, praticamente unânime, dos executivos em considerar que a função de RI é de maior importância do que há dez anos. A conclusão foi pautada em pesquisa com 80 companhias top européias continentais, por meio de questionários.

Dolphin (2004) investigou, empiricamente, o papel do RI nas organizações britânicas. Os resultados obtidos fornecem algumas indicações de que as organizações consideram estratégico o papel dos profissionais de relações com investidores no âmbito das corporações, e que essa função é utilizada tanto para fornecer informações aos investidores, quanto para aprimorar o relacionamento com os mesmos. Segundo o pesquisador, um relacionamento sólido com os investidores pode ser a base de sustentabilidade para o sucesso empresarial.

2.4.2 Trabalhos no Brasil sobre os profissionais de RI

Procianoy e Rocha (2002) pesquisaram, no período de maio de 1999 a fevereiro de 2000, sessenta e cinco empresas, a fim de traçar o perfil do departamento de relações com o mercado, das empresas cujas ações eram negociadas na BOVESPA e na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro - BVRJ, à época, bem como com as companhias associadas ao IBRI. Os pesquisadores identificaram que as empresas sob estudo não conferiam a devida importância às suas relações com investidores, e demonstravam baixo interesse em desenvolvê-la. Fato esse, que de acordo com os autores, fazia com que as empresas declinassem das vantagens que poderiam advir do seu correto uso e do *disclosure* das informações.

Costa *et al* (2002) analisaram o caso de uma instituição financeira para detectar a eficácia da transparência de informações, haja vista que no processo de implantação da comunicação nas Relações com Investidores - RI, a instituição verificou erros nos cálculos dos rendimentos de fundos administrados pela Distribuidora de Valores do Banco do Brasil (BB DTVM), que afetaram alguns clientes. Os autores concluíram que, pelo fato de a organização ter colocado em prática seu discurso de *disclosure* numa situação de crise diante dos aspectos negativos, enfatizando a postura ética no relacionamento com seus clientes, a instituição não sofreu nenhum prejuízo; ao contrário, usufruiu dos benefícios que o estabelecimento de uma política de evidenciação, traduzidos em transparência e presteza, pôde trazer para a imagem da Empresa.

Mendes-da-Silva e Magalhães Filho (2005) pesquisaram a existência de associações entre características das empresas e a disseminação voluntária de informações financeiras usando a rede mundial de computadores, tomando como referência 291 empresas brasileiras não financeiras listadas na BOVESPA 2002. Evidenciaram que somente metade das empresas utilizam adequadamente esse meio de comunicação e que o tamanho da empresa parece ser a característica que mais contribui para a disseminação voluntária de informações financeiras na *Internet*, bem como os níveis diferenciados de governança corporativa estão positivamente associadas à quantidade de informações financeiras disponibilizadas. Entretanto, o retorno anual das ações das empresas, revelou-se negativamente associado à quantidade de informações disponíveis no *website* corporativo, contrariando as expectativas dos

autores, para os quais esse resultado pode sugerir uma busca pela redução da assimetria informacional acerca dos títulos das empresas.

Em entrevista ao IBRI News, Magliano Filho (2007, p. 3) ressalta a importância do profissional de RI e a sustentabilidade da empresa ao responder a pergunta: Como o profissional de Relações com Investidores pode contribuir para a disseminação da cultura de sustentabilidade no país?

O profissional de Relações com Investidores tem um papel fundamental. É ele quem faz, no dia-a-dia, a ligação entre o mercado e a empresa. Dessa forma, o profissional de RI pode contribuir, e muito, para conscientizar tanto os investidores quanto a própria direção das companhias sobre a importância e o valor da sustentabilidade. As empresas brasileiras estão sendo avaliadas por um número cada vez maior de investidores que levam em consideração os critérios de responsabilidade social e ambiental. Pesquisas apontam que a tendência é de valorização das ações de companhias socialmente responsáveis, pois elas também apresentam as melhores condições de sustentabilidade no longo prazo.

É interessante observar que a maioria dos resultados dos trabalhos produzidos aqui no País conflita com o dos autores citados na revisão da literatura, bem como também se opõem aos resultados evidenciados nas pesquisas européias.

Magliano Filho (2007), presidente da BOVESPA, à época, destaca o papel fundamental do profissional de relações com investidores. Neste estudo não houve uma abordagem direta do assunto; a preocupação maior foi a percepção do profissional de RI sobre a contabilidade. Entretanto, pode-se atestar a importância da função ao se defrontar com as respostas dos analistas que sempre se dirigem a esses profissionais para requisitar informações adicionais, e que, em alguns casos, o próprio departamento DRI é quem os elabora.

3 METODOLOGIA

3.1 Tipologia da Pesquisa

Esta pesquisa utilizar-se-á da técnica do questionário para a coleta de dados, para identificar o comportamento dos analistas de investimentos e dos profissionais de relações com investidores, comparar esses dados com o enfoque da teoria e relatar o resultado. Portanto, dois questionários, um direcionado aos analistas de investimentos e o outro ao profissional de relação com investidor - RI alicerçam este estudo.

A partir da análise dos testes efetuados sobre os dados coletados do questionário formar-se-á uma opinião inerente às hipóteses de investigação, motivo pelo qual se procurou primar pela clareza e objetividade, a fim de evitar ambigüidade no processo de investigação.

3.2 Hipóteses Formuladas

De acordo com Hill e Hill (2005), o questionário deve fornecer dados que permitam testar adequadamente as hipóteses da investigação, ou seja, a partir da teoria, adentrar ao prático e retornar à teoria com as informações. Essas hipóteses a testar são as hipóteses operacionais, as quais dependem de três aspectos da investigação: as naturezas das hipóteses gerais que devem ser especificadas antes de se efetuar a coleta dos dados; os métodos da investigação, que incluem o tipo de resposta mais adequado e o tipo de escala de medida associado às repostas; e, os métodos para investigar os dados, que, a partir de um planejamento, pode decidir-se pelos métodos corretos para analisar os dados.

Em complementação à idéia anteriormente mencionada, Richardson (1999), afirma que as hipóteses detalham os objetivos da pesquisa e orientam a procura pela explicação do problema pesquisado, fundamentando, assim, as informações coletadas, os métodos utilizados e a análise dos dados. Dessa forma, por meio da formulação de cinco hipóteses pretende-se responder à questão-problema desta pesquisa:

Hipótese 1: A Contabilidade, por meio das demonstrações contábeis e relatórios adicionais exigidos pela legislação societária, **é insuficiente** para demonstrar a situação econômica, financeira e operacional da empresa, na percepção dos profissionais de relações com investidores – RI.

Hipótese 2: A Contabilidade, por meio das demonstrações contábeis e relatórios adicionais exigidos pela legislação societária, **é insuficiente** para demonstrar a situação econômica, financeira e operacional da empresa, na percepção dos Analistas de Investimentos.

Hipótese 3: Os profissionais de relações com investidores - RI e os analistas de investimentos **possuem percepção similar**, no que concerne ao conteúdo informacional da Contabilidade, e acreditam que, por meio das demonstrações contábeis, a Contabilidade **informa plenamente** a situação econômica, financeira e operacional da sua empresa aos usuários externos.

Hipótese 4: Os profissionais de relações com investidores - RI e os analistas de investimentos **possuem percepção similar** no que concerne ao conteúdo informacional da Contabilidade, e acreditam que, por meio das demonstrações contábeis, a Contabilidade **não informa** a situação econômica, financeira e operacional da sua empresa aos usuários externos.

Hipótese 5: Os profissionais de relações com investidores - RI e os analistas de investimentos **possuem percepção similar**, no que concerne ao conteúdo informacional da Contabilidade, e acreditam que, por meio das demonstrações contábeis, a Contabilidade **informa ao menos parcialmente** a situação econômica, financeira e operacional da sua empresa aos usuários externos.

3.3 Teste Estatístico

3.3.1 Teste qui-quadrado

O teste qui-quadrado, simbolizado por χ^2 , é um teste de hipóteses, destinado a encontrar um valor de dispersão para duas variáveis, que avalia a associação existente entre variáveis qualitativas. É um teste não paramétrico no qual não se exige que a amostra seja distribuída normalmente, independente dos parâmetros populacionais tais como média e variância, mas que as variáveis sejam qualitativas e apresentadas em forma de categorias. A finalidade do método é comparar proporções, ou seja, detectar divergências entre as frequências observadas e esperadas para um dado evento. O teste qui-quadrado- χ^2 pode também ser aplicado em casos em que não há como se calcular as frequências (STEVENSON, 2001).

O teste de Qui-quadrado pode ser usado principalmente como:

- i. Teste de aderência;
- ii. Teste de independência;
- iii. Teste de homogeneidade.

A fim de atingir os objetivos propostos neste estudo, foram utilizados os métodos:

a) análise descritiva ou unidimensional, que considerou as variáveis isoladamente;

b) análise multidimensional ou tabulação cruzada, que considera duas ou mais variáveis em conjunto, a fim de detectar alguma relação mútua entre essas variáveis.

3.3.2 Teste de uma Amostra para Proporções

Para amostras com mais de vinte observações, Stevenson (2001, p.276) recomenda um teste de uma amostra “quando a finalidade da amostragem é julgar a validade de uma alegação acerca de uma proporção populacional”. Assim sendo, utilizou-se o teste de uma amostra para proporções que comprovem as duas primeiras hipóteses formuladas, ou seja, as hipóteses 1 e 2, a fim de julgar a validade da alegação acerca da proporção dos respondentes, em que H_1 é a hipótese a ser testada e H_0 a hipótese nula. Estipulou-se um percentual superior a 50% para a validação do que se alega em cada hipótese.

3.3.3 Teste de Proporções para duas Amostras

No que concerne ao teste de duas amostras para proporções, Stevenson (2001 p. 282) afirma:

“A finalidade de um teste de duas amostras é decidir se as duas amostras independentes foram extraídas de duas populações, ambas com a mesma proporção de elementos com determinada característica. O teste focaliza a diferença relativa (diferença dividida pelo desvio padrão da distribuição amostral) entre as duas proporções amostrais. Pequenas diferenças implicam apenas variação casual devida à amostragem (aceitação de H_0), enquanto que grandes diferenças implicam precisamente o contrário (rejeição de H_0). A estatística teste (diferença relativa) é comparada com um valor tabulado da distribuição normal, a fim de decidir pela aceitação ou rejeição de H_0 .”

Para se verificar a relação entre as variáveis investigadas, inicialmente se elaborou as hipóteses H_0 e H_1 a serem analisadas e, posteriormente, se definiu a prova estatística a ser adotada para verificar-se a relação. Dois erros são passíveis de serem cometidos pelo pesquisador ao formular hipóteses:

- a) O erro tipo I, que consiste em rejeitar a hipótese nula H_0 quando ela é verdadeira, portanto, deveria ser aceita;
- b) O erro tipo II, que consiste em aceitar a hipótese nula H_0 quando ela é falsa, ou seja, deveria ser rejeitada.

A probabilidade do erro tipo I ocorrer é identificada como o nível de significância, escolhido o risco (%), designado pela letra grega α , do teste estatístico utilizado. Primeiramente, há que se formular as hipóteses, de nulidade (H_0) e a hipótese alternativa (H_1); na seqüência, a escolha da prova estatística, o próximo passo é definir o nível de significância a ser adotado na pesquisa antes da coleta dos dados. Assim, os testes que foram realizados nesta pesquisa levaram em consideração um nível de significância **de 1%** (STEVENSON, 2001).

As hipóteses nula e alternativa, para o referido teste, são definidas por:

- a) Hipótese nula

$$H_0: p_1 = p_2$$

- b) Hipóteses alternativas possíveis.

$$H_1: p_1 \neq p_2$$

$$H_1: p_1 > p_2$$

$$H_1: p_1 < p_2$$

A técnica prevê inicialmente H_0 como verdadeira e a utilização de uma distribuição amostral com base nessa hipótese para a realização do teste.

A hipótese nula é a de que a proporção da opinião dos analistas de investimentos em relação à Contabilidade é igual à proporção da concepção dos profissionais de relações com investidores - RI. A hipótese alternativa indica o contrário, ou seja, que a proporção das concepções de cada grupo de profissional varia de modo a não aceitar estatisticamente a hipótese nula.

O cálculo da estatística teste é demonstrado por Stevenson (2001 p. 283), de acordo com a seguinte fórmula:

$$z = \frac{(x_1 / n_1) - (x_2 / n_2)}{\sqrt{p(1-p)[(1/n_1) + (1/n_2)]}} \quad \text{onde} \quad p = \frac{x_1 + x_2}{n_1 + n_2}$$

Sendo:

x_1 = número de sucessos na amostra 1

x_2 = número de sucessos na amostra 2

n_1 = número de observações na amostra 1

n_2 = número de observações na amostra 2

z = estatística teste

Após o cálculo da estatística teste (“z calculado”), a etapa seguinte é compará-lo com o “z crítico”, extraído da tabela da distribuição normal padrão. A um nível de significância de 1%, bicaudal, o valor do “z crítico” encontrado na tabela de distribuição normal é de 2,58. Com isso, define-se a região de aceitação de H_0 como sendo o intervalo entre $-2,58$ e $+2,58$, e a região de rejeição de H_0 os intervalos de $-\infty$ até $-2,58$ e de $+2,58$ até $+\infty$. Portanto, se a estatística teste estiver contida no intervalo de aceitação, então, conclui-se que a hipótese nula não deve ser rejeitada. Caso contrário, rejeita-se a hipótese nula e, portanto, se aceita a hipótese alternativa. Já para o teste unicaudal, o valor do “z crítico” encontrado na tabela de distribuição normal é de 2,33.

Assim sendo, optou-se por realizar a comparação da percepção dos profissionais de relações com investidores e dos analistas de investimentos, no que concerne ao conteúdo informacional da Contabilidade, ou seja, se por meio das demonstrações contábeis, a Contabilidade informa a situação econômica, financeira e operacional da sua empresa aos usuários externos.

Neste estudo, para as hipóteses 1 e 2, em aderência aos autores citados anteriormente, Hendriksen e van Breda (1999) e Iudícibus e Marion (2001) que são unânimes em afirmar que a Contabilidade, por meio das demonstrações contábeis, é uma das fontes de informações utilizadas nas avaliações e que se constitui como elemento necessário, mas não suficiente, considera-se primeiramente como hipótese nula a primeira opção do respondente, “não, discordo plenamente” que a Contabilidade por meio das demonstrações contábeis informa a situação econômica, financeira e operacional da sua empresa aos usuários externos. Portanto, a que sugere que a afirmação verdadeira é a **hipótese nula em que se afirma que as informações são insuficientes**.

Para as hipóteses 3, 4 e 5 foram utilizados os testes de proporções para duas amostras em que se pretendeu comparar a percepção dos profissionais de relações com investidores - RI e dos analistas de investimentos no que concerne ao conteúdo informacional da Contabilidade, ou seja, se por meio das demonstrações contábeis, a Contabilidade informa a situação econômica, financeira e operacional da sua empresa aos usuários externos.

Considerando as três opções como resposta ao respondente, fez-se necessário formular a hipótese 5, com alteração da hipótese nula em relação às anteriores, de acordo com as opções possíveis de respostas ao questionário.

3.4 Universo e Amostra

Na fase do projeto, houve uma pré-pesquisa nos portais das: “cem maiores empresas de capital aberto por valor de mercado”, de acordo com a Revista Exame, edição Melhores e Maiores, publicação 2006, com a finalidade de detectar quais as informações disponibilizadas aos investidores em face de exigência legal e quais os relatórios financeiros que são tidos como complementares às exigências normativas.

A opção por essas empresas decorreu da facilidade de obtenção das demonstrações contábeis e relatórios financeiros disponibilizados aos investidores nos portais da *internet*.

Aos respondentes profissionais de RI, o trabalho é direcionado às empresas brasileiras de capital aberto listadas na BOVESPA, em bolsa e principais entidades, associações e corretoras do Mercado de Capitais brasileiro, que mantinham as demonstrações exigidas pela CVM e Bovespa, atualizadas na data de 01/08/2007, perfazendo o total de 443 empresas. A listagem dessas empresas foi extraída da Revista GUIA IMF – Companhias Abertas, Edição 2007/2008, que reproduz, por ordem alfabética, o diretório da empresa, ou seja, atividade principal, endereço, DRI e respectivo *e-mail*, auditor independente, principais acionistas, composição do capital e total de ações. De acordo com a referida revista, do total de empresas inscritas, foram desconsideradas dezenove Companhias, que não haviam disponibilizado as Demonstrações Financeiras Padronizadas - DFP/2006 no sítio da rede de computadores da Comissão de Valores Mobiliários - CVM.

Constituem a base da pesquisa os questionários aplicados aos profissionais de relações com investidores – RI dessas empresas e aos Analistas de Investimentos. A amostra é constituída por 50 respondentes de cada grupo.

Para coletar a opinião dos Analistas de Investimentos, contou-se com a parceria da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais APIMEC-DF, que repassou o *e-mail*, contendo o questionário da pesquisa, aos analistas associados daquela Instituição, das regionais de Brasília, São Paulo, Rio de Janeiro e Belo Horizonte. A escolha das regionais foi sugerida pela APIMEC-DF, por serem, de acordo com a Associação, as regionais que mais detêm analistas, perfazendo o universo em torno de mil profissionais.

Ao final do *e-mail* enviado aos analistas de investimentos, foi dada a opção “clique aqui” para ter acesso direto ao questionário ou à opção de acessar a página no endereço eletrônico: <http://pgfacil.com.br/pesquisa/vera/analistasdeinvestimento.php>

Para a coleta da opinião dos profissionais de Relações com Investidores, fez-se contato por telefone, e, posteriormente, por sugestão do próprio Órgão, o envio de um *e-mail* ao Instituto Brasileiro de Relações com Investidores - IBRI¹, com a finalidade de que essa associação, a exemplo da APIMEC, reenviasse o questionário aos seus associados.

A solicitação deu-se por dois motivos: primeiro por julgar que o apoio do Instituto desse maior credibilidade ao questionário e, conseqüentemente, maior retorno de respostas; e, segundo, que a maioria dos sítios das empresas na *internet* não traz nome e o *e-mail* do profissional de RI. Dessa forma, a comunicação com esses profissionais ocorre, diretamente, pela página da empresa na *internet*, que muitas vezes não aceita inserção de documentos, pois já traz os assuntos específicos a serem tratados por esses profissionais. E essa foi uma das alegações na solicitação ao assessor do presidente daquele Instituto, cuja colaboração seria a intermediação do questionário entre a pesquisadora e os respondentes, a exemplo da parceria com a APIMEC-DF.

Embora o IBRI tenha considerado a pesquisa interessante e tenha almejado sucesso ao trabalho, a resposta não foi tão animadora, haja vista que, pelo entendimento daquele Órgão, a melhor opção seria o envio do questionário pela própria pesquisadora,

¹ “A missão do IBRI pode ser definida no binômio formação e valorização do profissional de R.I. O Instituto estimula e promove atividades de Relações com Investidores (RI) junto às companhias e aos profissionais ligados ao mercado de capitais no Brasil e no exterior”. www.ibri.org.br/conheca/index.asp

pois a alegação fora de que o Instituto não era provido de meios para acompanhar o andamento das respostas. Além disso, informou que, pelo histórico das pesquisas realizadas pelo Instituto, o número de respostas era muito baixo.

Dessa forma, para coletar a opinião do profissional de RI, foi enviado um *e-mail*, a cada Diretor de Relação com Investidor – DRI das empresas listadas no GUIA IMF retro mencionado, no período de 25 de novembro/2007 a 14 de dezembro/2007. Destes, cinquenta e três *e-mails* voltaram. Pesquisou-se diretamente nos sítios da *internet* dessas empresas e foram reenviados os *e-mails*, bem como para aquelas empresas que não haviam respondido.

Semelhante ao questionário dos analistas, ao profissional de RI também foi dada a opção “clique aqui” para ter acesso direto ao questionário ou a opção de acessar a página no endereço eletrônico: <http://pgfacil.com.br/pesquisa/vera/ri.php>. Salienta-se que os endereços eletrônicos são distintos.

Dentre as empresas que não responderam, quatro manifestaram-se no intuito de justificar a não participação na pesquisa, cujo teor foi transcrito e encontra-se nos apêndices, sem mencionar a referida empresa, pelo sigilo a que a pesquisa se compromete.

3.5 Elaboração do Questionário

A fim de que o questionário pudesse capturar todas as informações vitais aos entrevistados, e, conseqüentemente, essenciais à conclusão deste trabalho, de forma preliminar, procurou-se adentrar o universo dos respondentes, nas especificidades tanto das atividades dos analistas de investimentos quanto dos profissionais de RI, para detectar quais as informações utilizadas na avaliação das empresas e de que modo são capturados esses dados. A partir dessas informações, os questionários foram elaborados.

Nas questões pré-elaboradas, preocupou-se com a sistemática do questionário para que ficassem, seqüencialmente, dispostas. Houve preocupação, também, para que o questionário contivesse tanto questões fechadas, em que o respondente se restringe a escolher entre as opções fornecidas pelo autor, quanto questões abertas, em que não há a intervenção do autor, ou seja, as respostas são exclusivas do respondente.

Segundo Hill e Hill (2005), as questões abertas dão ensejo a manifestar a opinião e fazem com que o entrevistado se sinta valorizado e propenso a colaborar. Com esse

intuito, o questionário foi disposto com questões abertas e fechadas, e, mesmo nas questões fechadas, procurou-se deixar um espaço para que fossem apostas as opiniões dos entrevistados, bem como espaço para que os mesmos apontassem os temas e ou questões tidas como essenciais, portanto imprescindíveis no dia-a-dia de suas atividades, e que não foram inseridas nas opções de respostas. Essas abordagens dos respondentes podem, inclusive, ratificar o parecer dos profissionais em face de já terem sido abordadas pelos mesmos, nas questões fechadas, de forma similar.

Um questionário é dirigido aos analistas financeiros e outro questionário, com adaptações, é direcionado aos profissionais de RI das empresas.

O objetivo precípua do questionário aos analistas de investimentos que cobrem as empresas pesquisadas é a de mensurar o grau de utilidade das demonstrações contábeis.

O questionário direcionado aos profissionais de RI tem a finalidade de ratificar as informações dos analistas, não só pelo enfoque da empresa, como para detectar a exigência do mercado no que concerne aos relatórios financeiros, que são elaborados para complementação e ou esclarecimentos da situação patrimonial e dos resultados dos exercícios e quais os motivos que levam as empresas a elaborá-los.

Ambos os questionários foram enviados a quatro colegas de mestrado para que opinassem a respeito. De um modo especial, solicitou-se a opinião quanto ao tamanho do questionário, à clareza, à compreensão das perguntas e, sobretudo se os quesitos não apresentavam ambigüidade e ou informações repetitivas. As contribuições foram acatadas e houve questões reformuladas, em virtude de dúvidas relativas às informações pretendidas.

3.5.1 Questionário direcionado aos profissionais de RI

Antecedendo-se ao envio do questionário aos profissionais de RI, houve uma entrevista estruturada, com especialista na área, ocupante do cargo de Gerente Geral de RI, com 7 anos de experiência nas atividades de RI, em uma das empresas que compõem o universo da pesquisa.

A entrevista baseou-se no questionário piloto, que continha 19 questões, dentre as quais seis se referiam ao perfil do entrevistado e as restantes às atividades do entrevistado. No que concerne às atividades do entrevistado, duas questões totalmente

abertas e as onze demais eram provenientes / oriundas de várias alternativas, inclusive com a opção de resposta “mais de uma alternativa”. Em todas as alternativas, acrescentou-se a opção “outros”, com espaço para que o respondente pudesse expor todas as informações possíveis, caso as opções do autor não fossem suficientes.

A entrevista foi de grande valia, pois várias foram as sugestões propostas pelo profissional de RI, as quais foram implementadas. Pela experiência e contato desse profissional com diversos analistas, pôde inclusive, sugerir adaptações no questionário direcionado aos analistas. Dessa forma, o questionário reelaborado e enviado aos respondentes fez 20 quesitos, distribuído em duas partes e detalhado a seguir:

Parte I - Perfil do Entrevistado: nesta primeira parte, procurou-se identificar as informações inerentes aos respondentes, quais sejam: gênero do respondente; faixa etária; posição hierárquica dentro da empresa; grau de escolaridade com a especificação do curso de graduação e pós-graduação; tempo de atuação como profissional de RI.

Parte II – Informações da Contabilidade da empresa de vinculação do profissional de RI: nesta segunda parte, procurou-se identificar as informações inerentes à empresa, tais como: quais os demonstrativos disponibilizados; quais os demonstrativos adicionais; qual o motivo de elaboração desses demonstrativos e quem os elaborou; e, qual a percepção do profissional de RI, no tocante à relevância da Contabilidade para as informações que a empresa disponibiliza ao usuário externo. Foi proporcionado um espaço livre para opinião, crítica ou sugestão para que a Contabilidade seja eficaz e cumpra o seu objetivo de prover os seus usuários com informações úteis e relevantes, caso considere ineficazes as demonstrações contábeis para os objetivos a que a empresa se propõe.

3.5.2 Questionário direcionado aos Analistas de Investimentos

As sugestões do profissional de RI entrevistado abrangeram, inclusive, o questionário direcionado aos analistas. A pesquisa tem o condão de verificar se os demonstrativos contábeis suprem as atividades dos analistas de investimentos, bem como detectar se o analista utiliza modelo próprio para o cálculo dos indicadores e avaliação do desempenho da empresa ou se fica exclusivamente nos dados contábeis divulgados pela empresa.

De forma análoga ao questionário para o profissional de RI, foi produzido um questionário piloto em que foram solicitadas críticas quanto ao conteúdo das questões, à clareza e objetividade, ao tamanho do questionário, se as respostas eram acessíveis ao respondente, se algum aspecto importante havia deixado de ser perguntado, com ênfase em que todas as críticas e sugestões seriam analisadas.

Um questionário, a título de pré-teste, foi enviado a dez analistas de investimentos, por intermédio da APIMEC-DF; e três foram respondidos. Desses questionários, dois foram respondidos sem qualquer opinião, crítica ou sugestão. Apesar de ter sido um único questionário com sugestões e críticas, esse foi de muita valia, pois apontou uma questão com ambigüidade, além de outras sugestões inerentes aos demonstrativos contábeis.

Similar ao questionário direcionado aos RI, este também possui duas partes:

Parte I - Perfil do Entrevistado: nesta primeira parte, procurou-se identificar as informações inerentes aos respondentes, quais sejam: gênero; faixa etária; posição hierárquica dentro da empresa; grau de escolaridade com a especificação do curso de graduação e pós-graduação; e tempo de atuação como Analista.

Parte II – Informações sobre as atividades do Entrevistado: nesta segunda parte, procurou-se identificar as atividades dos analistas; os tipos de análise utilizados na avaliação de investimentos; os setores das empresas avaliadas; demonstrações contábeis utilizadas nessas atividades; se as informações publicadas são suficientes para o desenvolvimento das atividades de análise das empresas; os indicadores mais utilizados; e a destinação desse trabalho. Indagou-se se as informações contidas nas demonstrações contábeis são suficientes para a interpretação da situação econômico-financeira da empresa; na insuficiência das informações por meio das demonstrações contábeis, a maneira com que são obtidas as informações adicionais; se os indicadores financeiros são disponibilizados pela empresa que está sendo avaliada; as informações mais solicitadas ao RI; o grau de relevância das informações para a tomada de decisão; a periodicidade das análises e a periodicidade do contato com o profissional de RI.

Procurou-se, ainda, identificar o destinatário do trabalho final; se, ao ser enviado a outra área, o resultado da análise pode ser acrescido de novos dados; se existe um modelo próprio para análise das empresas ou se há ajustes nos dados contábeis; se a Contabilidade, por meio das demonstrações contábeis, informa a situação econômica,

financeira e operacional da empresa aos usuários externos; e, em caso negativo, qual a razão de isso não acontecer.

De maneira semelhante ao questionário dos RI, foi proporcionado um espaço livre para opinião, crítica ou sugestão, caso o analista de investimento considerasse insatisfatórias as demonstrações contábeis para os objetivos a que a empresa se propusesse, a fim de que a Contabilidade se tornasse eficaz e cumprisse o seu objetivo de prover os seus usuários de informações úteis e relevantes.

4 RESULTADOS

De um total de 50 respondentes de cada grupo, consubstancia-se, neste tópico, **como e quando** as pesquisas foram realizadas. Tanto os Analistas de Investimentos, quanto os profissionais de Relações com Investidores RI enviaram as respostas por meio eletrônico, diretamente para a caixa postal da pesquisadora, sendo recepcionados no período de novembro de 2007 a julho de 2008, como discriminado, na Tabela 1, a seguir:

Tabela 1. Período de retorno dos questionários.

Respostas aos questionários	Analistas	RI
novembro/2007	-	6
dezembro/2007	26	38
janeiro/2008	-	3
março/2008	15	-
abril/2008	-	3
maio/2008	1	-
Julho/2008	4	-
Total	50	50

4.1 Questionário para os Analistas de Investimentos

Convém ressaltar que há quesitos, no questionário, que comportam mais de uma alternativa como resposta; conseqüentemente, nesses casos, a somatória das respostas ultrapassa 100% da amostra.

4.1.1 Perfil dos Analistas de Investimentos

Inicialmente, foi observada a predominância do gênero masculino, com 84% entre os analistas de investimentos, pois na amostra aparecem 42 homens e 8 mulheres.

No que tange à idade dos respondentes, pode-se afirmar que os analistas de investimentos apresentam faixa etária predominante entre 31 e 50 anos, representando 60% da amostra, seguido dos profissionais entre 21 a 30 anos, que representam 24% do total. Não houve registro de profissional com idade inferior a 21 anos; e apenas um registro com idade superior a 60 anos.

Na tabela 2, a seguir, encontram-se discriminadas as funções exercidas pelos profissionais de mercado de investimentos.

Tabela 2. Função exercida pelos respondentes do questionário Analista

Função	Frequência	%
Analista	32	64%
Gerente	8	16%
Gestor /Consultor Financeiro	6	12%
Operador	2	4%
Chefe de Divisão	1	2%
Diretor	1	2%
Total	50	100%

Fonte: Dados da pesquisa com questionário, 2007/2008.

Dentre as funções exercidas pelos profissionais de mercado de investimentos, observa-se, na Tabela 2, a predominância da função de analista com 64% da amostra.

No que concerne à formação, ou seja, ao nível de escolaridade dos analistas de investimentos, detectou-se o predomínio de áreas correlatas, com destaque para os Economistas com 18 respondentes, equivalentes a 36% da amostra, seguidos pelos 17 Administradores, representando 34% e 11 Contadores, perfazendo 22% da amostra. Nos restantes 8%, há um profissional com formação em Ciências da Computação e três profissionais de Engenharia: um Engenharia Elétrica, um Engenharia Mecatrônica e outro Engenharia Química.

Os resultados demonstram um elevado nível de escolaridade entre os analistas de investimentos, haja vista que 76% possuem curso de pós-graduação, dentre os quais: um Doutor em Administração Financeira, quatro Mestres em Economia e os demais profissionais que se sobressaem são os detentores de cursos de Especialização, com destaque para os MBA em Finanças e Mercados de Capitais, MBA em Controladoria e Especialistas em Mercados Financeiros e Investimentos. Dentre os doze profissionais que possuem somente graduação, figuram dois profissionais com duas graduações.

Pode-se sustentar que os analistas de investimentos possuem formação e experiência profissional, tendo em vista que a pesquisa evidenciou um único respondente com experiência profissional inferior a um ano, representando 2% da amostra, uma concentração de 56% dos profissionais, com atuação entre dois a sete anos de atividades, 28% com experiência profissional superior a dez anos e os 14% restantes, distribuídos entre os que possuem entre oito e dez anos de atividades.

4.1.2 Atividades dos Analistas de Investimentos

A pesquisa inerente aos analistas de investimentos apresenta-se bastante heterogênea, abrangendo gestores de carteiras autônomos, vinculação com Corretoras, Fundos de Pensões, Instituições Financeiras entre outras. Apesar de haver vínculo empregatício com determinada empresa, não se pode afirmar que a pesquisa representa um número específico de empresas, tendo em vista que os analistas acompanham e ou avaliam o desempenho de diversas empresas.

Adentrando, especificamente, nas atividades desenvolvidas, a indagação sobre os tipos de análise utilizados na avaliação de investimentos, o resultado da pesquisa revelou que vinte e nove respondentes, que representam a maioria, 58% dos analistas, utilizam a análise fundamentalista, dezesseis respondentes, que equivalem a 32% da amostra, utilizam ambas as análises: fundamentalista e gráfica e os restantes 10%, ou seja, cinco respondentes utilizam somente a análise grafista.

Com relação ao setor das empresas avaliadas, discriminadas na tabela 3, o objetivo da questão era o de segregar as respostas por setor de atividade, analisar a ótica dos analistas restritos a determinado setor e comparar essa percepção dos grupos entre si; porém, em face do reduzido número de respondentes, não foi possível cumprir essa meta, configurando, assim, em limitador da pesquisa.

Tabela 3. Empresas Avaliadas por Setor pelos Analistas de Investimentos.

Empresas	Frequência	%
Indústria	36	72%
Comércio	31	62%
Instituições Financeiras	30	60%
Serviços	30	60%
Outros	9	18%
TOTAL	136	

Fonte: Dados da pesquisa com questionário, 2007/2008.

A partir da Tabela 3, depreende-se que Indústria, Comércio, Instituições Financeiras e Serviços, em ordem decrescente de frequência, foram os setores que se destacaram na avaliação dos analistas. Em face de todos esses setores mencionados terem uma representação de pelo menos 60%, pode-se concluir que o grupo de respondentes é representante desses quatro setores, o que demonstra que a maioria dos analistas não se restringe a um setor específico. É oportuno ressaltar que os setores

mencionados eram partes integrantes da resposta, além do item “todos os setores”. Os demais - mineração e petróleo 8%, telecomunicações 6%, aviação 2% e fundos de pensão 2% - foram apontados pelos analistas como “outros setores”; portanto, não faziam parte do questionário. É provável que este seja um dos motivos do reduzido número de freqüência desses setores, nas respostas.

A pesquisa evidenciou que dezoito analistas não dispõem da informação inerente à quantidade de empresas que apresentam os demonstrativos contábeis de acordo com os padrões internacionais IFRS ou normas norte-americanas. Dentre os trinta e dois analistas que são capazes de quantificar as empresas que apresentam os demonstrativos contábeis, de acordo com os padrões internacionais, a distribuição deu-se da forma a seguir: treze analistas consideram que são menos de 25% das empresas, oito afirmaram que se situam entre 25 a 50% das empresas, cinco informaram que se situam entre 51 a 75% das empresas e seis analistas alegaram que acima de 75% das empresas sob análise apresentam os demonstrativos contábeis em conformidade com os padrões internacionais.

Na tabela 4, a seguir, encontram-se discriminadas as demonstrações contábeis, utilizadas pelos analistas de investimentos.

Tabela 4. Demonstrativos Contábeis e ou Relatórios Utilizados pelos Analistas de Investimentos

Demonstrativos	Freqüência	%
Balanço Patrimonial	48	96%
Demonstração do Resultado do Exercício	46	92%
Relatório da Administração	42	84%
Notas Explicativas	39	78%
Demonstração dos Fluxos de Caixa	36	72%
Demonstração das Mutações do PL	29	58%
Outros	6	12%
TOTAL	246	

Fonte: Dados da pesquisa com questionário, 2007/2008

Dentre as demonstrações contábeis, apontadas pelos analistas de investimentos, que são utilizados em suas atividades, destacam-se, na Tabela 4, pela ordem decrescente de utilização: Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício e Demonstração dos Fluxos de Caixa com utilização por mais de 80% dos respondentes. Em referência aos outros demonstrativos que figuram com 12% foram enumerados com freqüência igual a um: Carteira de Crédito, Declaração de Imposto de Renda Pessoa

Jurídica – DIPJ, Governança Corporativa, Informações Fiscais, Relatório de Auditoria e Relatório 20 F.

Na tabela 5, a seguir, também se encontram os demonstrativos contábeis utilizados pelos analistas, mas coletados de uma questão aberta, cujo intuito era o de fazer uma comparação com a questão anterior, ou melhor, procurava-se compreender o essencial do que os profissionais utilizam da Contabilidade, ao que se indagou: quais os demonstrativos e ou relatórios **imprescindíveis** à avaliação da saúde financeira de uma empresa e que são utilizados para a sua tomada de decisão?

Tabela 5. Demonstrativos Contábeis e ou Relatórios Imprescindíveis na opinião dos Analistas de Investimentos

Demonstrativos	Frequência	%
Balanço Patrimonial	30	65%
Demonstração do Resultado do Exercício	27	59%
Demonstração dos Fluxos de Caixa	26	52%
Relatório de Desempenho	10	22%
Demonstração das Mutações do PL	5	11%
Notas Explicativas	3	7%
Gráfico das Ações	2	4%
TOTAL	98	

Fonte: Dados da pesquisa com questionário, 2007/2008.

Frisa-se que, embora com percentuais menores, as respostas evidenciadas na Tabela 5 ratificam a questão anterior, pois as três peças contábeis, Balanço Patrimonial, Demonstrativo do Resultado do Exercício e a Demonstração dos Fluxos de Caixa, foram os demonstrativos imprescindíveis para a análise das empresas, na opinião da maioria dos analistas. Já, o Relatório de Desempenho aparece com um percentual bem inferior ao RA da questão anterior.

Em continuidade, questionou-se o grau de utilização dos demonstrativos disponibilizados pela Contabilidade. A pesquisa demonstrou que o percentual de utilização dessas demonstrações contábeis, na execução das atividades dos analistas, tem grande oscilação, a saber: para treze analistas, a utilização dos relatórios situa-se entre 85 a 95%; para doze analistas, o percentual de utilização situa-se entre 75 a 85%; para outros doze analistas, o percentual situa-se entre 50 a 75%; oito analistas consideram que 100% das demonstrações contábeis são utilizadas na execução de suas atividades; e somente cinco analistas consideram que a utilização desses relatórios é

inferior a 50%. Percebe-se que a maioria dos analistas utiliza mais de 75% das informações oriundas da Contabilidade.

A fim de mensurar o teor dos demonstrativos, a questão de nº 14 inquiria: As informações contidas nas demonstrações contábeis são suficientes para a interpretação da situação econômico-financeira da empresa e ou para avaliação de ativos? Para trinta e cinco analistas, representando a grande maioria dos respondentes, as informações contidas nos demonstrativos e nos relatórios contábeis são **parcialmente** suficientes; para doze analistas, essas informações **são suficientes**; e, somente para três analistas, as informações **são insuficientes** para a **interpretação** da situação econômico-financeira da empresa e ou para a avaliação de ativos. Dentre os trinta e oito analistas que **não consideram** as informações contidas nos relatórios e nos demonstrativos contábeis **suficientes** para a interpretação da situação econômico-financeira da empresa e ou para avaliação de ativos, as informações adicionais são adquiridas da seguinte forma:

- vinte e sete analistas - 71% - solicitam informações adicionais ao profissional de RI da empresa;
- vinte e quatro analistas - 63%- complementam as informações com avaliação das tendências do setor;
- sete analistas - 18% - informaram que reelaboram as demonstrações contábeis; e
- oito analistas - 21% - afirmaram que complementam as informações com: estudo de mercado, visita à empresa, pesquisa na *internet*, notícias em jornais, análise das Agências de *Rating*, desempenho na bolsa, análise dos gráficos e *Due Diligence*.

O resultado da pesquisa evidenciou que as informações adicionais são requisitadas diretamente ao profissional de RI pela grande maioria dos analistas. O resultado da averiguação de quais sejam essas demandas encontra-se na Tabela 6, a seguir:

Tabela 6. Demandas mais freqüente de informações do Analista de Investimento ao profissional de RI.

Demandas	Freqüência	%
Solicitação de dados relevantes e ou necessários	31	62%
Interpretação dos dados contábeis	19	38%
Esclarecimentos em face de incoerência entre os dados numéricos e os relatórios	16	32%
Solicitações a outros profissionais, além dos RI	4	8%
Outras informações	3	6%
Total	73	

Fonte: Dados da pesquisa com questionário, 2007/2008.

A partir da Tabela 6, depreende-se que, dentre as demandas mais freqüentes dos Analistas de Investimentos aos profissionais de RI, sobressai a solicitação de dados relevantes e ou necessários com 62%. Foram citados o *Controller* e Representantes em Institutos/Associações da empresa a quem são solicitadas informações adicionais. Estimativas e tendências de alguns índices, dados operacionais mais específicos de determinado setor, indicadores oficiais e privados foram identificados como outras informações solicitadas ao RI.

Com a questão 18 do questionário, buscou-se verificar a opinião dos analistas no tocante à importância dada às várias fontes de informações. Para tanto, a questão ficou assim formulada: para a sua tomada de decisão em sugerir determinado ativo de uma empresa, considerando que a mesma possui todos os atributos listados, enumere de 1 a 5, sendo o nº. 1 para o menor e o nº. 5 para o maior grau de relevância dessas informações. O resultado a esse quesito encontra-se na tabela 7.

Tabela 7. Maior grau de Relevância das Informações na opinião dos Analistas de Investimentos.

Itens	Nota 5	Nota 4	Nota 3	Nota 2	Nota 1
Demonstrações contábeis consistentes e com rentabilidade	28	7	5	4	6
Performance da Administração	9	19	11	6	5
Rentabilidade com responsabilidade social e ambiental	13	5	14	10	8
<i>Rating</i> emitido por empresas especializadas	8	14	8	12	8
Conceito da empresa de auditoria emissora do parecer	7	6	18	11	8

Fonte: Dados da pesquisa com questionário, 2007/2008.

Na tabela 7, os atributos já foram dispostos pela ordem decrescente de relevância, na opinião dos analistas.

No que concerne à periodicidade das avaliações, sobressai a trimestral, apontadas por trinta analistas representando 60% da amostra. Destes, houve várias observações que apontam para uma análise superficial das demonstrações, ou a busca de informações inerentes ao desempenho diariamente e uma análise mais acurada, um estudo completo, trimestralmente. Treze analistas afirmaram que não há uma periodicidade específica, podendo ocorrer de forma encadeada trimestral e semestral, trimestral e anual, ou ainda, sempre que houver fatos novos que requeiram alterações da última análise. Seis analistas alegaram a periodicidade mensal para a análise. Foi constatada uma única resposta que menciona a análise gráfica diária.

Quanto ao contato com o profissional de RI, para quinze analistas, ele tem sido trimestral; para nove analistas, o contato tem sido mensal; para um único analista, o contato tem sido semanal e para vinte e cinco dos analistas, representando a metade da amostra, não há um período específico. Mas, de acordo com as observações apostas nas respostas, o contato pode variar de eventual até bem freqüente, desde que as circunstâncias requeiram.

A pesquisa evidenciou que o trabalho do analista, de acordo com vinte e seis respondentes, destina-se para a empresa à qual o analista é vinculado; dezessete analistas citaram outras destinações, quais sejam: agentes repassadores de Fundos; para uso particular; para o comitê; para reuniões semanais da equipe; para o gestor da carteira; *traders*; clientes; Área de negócios com títulos; e Diretoria. Cinco analistas afirmaram que o trabalho é enviado à empresa avaliada e três analistas têm seus trabalhos publicados na imprensa.

Em caso de o trabalho do analista ser enviado para outra área, para fins de tomada de decisão, de acordo com dezenove analistas, nenhum dado novo é acrescentado ao trabalho, haja vista todas essas atividades terem sido verificadas na análise. Para dezessete analistas, há a possibilidade de serem agregados dados do mercado; para nove analistas, podem ser acrescentados dados específicos da área de segmento do mercado da empresa e para os cinco, restantes, podem ser acrescentados *rating* de agências de classificação, análise da conjuntura macroeconômica, avaliação em conjunto com gestor de carteiras, sugestões para que constem da pauta de administradores.

Na Tabela 8, a seguir, demonstra-se a opinião dos analistas sobre a Contabilidade como fator informacional.

Tabela 8. Contabilidade como fator Informacional da situação econômica, financeira e operacional aos usuários externos.

Opinião	Frequência	%
Sim, concordo parcialmente	35	70%
Sim, concordo plenamente	12	24%
Não, discordo plenamente	3	6%
Total	50	100%

Fonte: Dados da pesquisa com questionário, 2007/2008.

A questão a que se refere a Tabela 8 é similar à questão 14; o que difere é o acréscimo da situação operacional; inclusive, foi uma sugestão advinda da pré-pesquisa, que se questionasse também a situação operacional, além da situação econômica e financeira. Manteve-se a questão original e adicionou-se essa mais completa. Salienta-se que o resultado da pesquisa a essas duas questões foi idêntico. A grande maioria dos analistas opinou que a Contabilidade, por meio das demonstrações contábeis, **informa parcialmente** a situação econômica, financeira e operacional da empresa aos usuários externos. Diante desse resultado, é oportuno inferir que as respostas foram idênticas por entenderem os analistas que o resultado econômico deriva do resultado operacional.

Dissociando os que concordam plenamente, os restantes 76% dos analistas, que é a somatória daqueles que concordam **parcialmente 70% e dos que discordam plenamente 6%** que a Contabilidade evidencia a situação econômica, financeira e operacional aos usuários externos, alegam os motivos para a não concordância de forma plena, os quais estão discriminados a seguir:

- Defasagem de tempo da publicação das demonstrações contábeis apontados por dezoito analistas;
- Relatórios muito extensos e desprovidos de objetividades mencionados por oito analistas;
- Conteúdo demasiadamente técnico apontados por cinco analistas;
- As informações emitidas pela Contabilidade não são importantes para os usuários externos, considerado por somente um respondente;
- Outros motivos, que foram adicionados pelos respondentes num total de oito analistas, são transcritos, a seguir: “não incluem perspectivas; não são detalhados o suficiente; existem questões de tendência do mercado que também devem ser analisadas; incoerências nas projeções futuras com plano de

investimento e perspectivas do setor e da economia, não apresenta a situação no mercado de ações; para a avaliação da empresa são necessários muitos dados de mercado que não são informados nas demonstrações contábeis; média confiabilidade nos dados apurados; Contabilidade não criativa; falta de objetividade e qualidade dos empréstimos dentre outros não constam normalmente das demonstrações”.

- No caso específico de indicadores financeiros, onze analistas alegaram que os indicadores são disponibilizados pela Contabilidade da empresa que está divulgando as informações; para dez analistas, os indicadores financeiros não são disponibilizados pelas empresas; e, para a maioria, vinte e nove analistas, os indicadores financeiros, às vezes, já são disponibilizados pela Contabilidade da empresa sob análise.

Na Tabela 9, a seguir, procura-se retratar a atividade principal do analista fundamentalista, ou seja, o tratamento dispensado aos dados contábeis.

Tabela 9. Utilização de modelo para ajustes dos dados contábeis para o cálculo dos indicadores.

Opinião	Frequência	%
Modelo próprio	22	44%
Informações divulgadas pela empresa	6	12%
Ambos	22	44%
Total	50	100%

Fonte: Dados da pesquisa com questionário, 2007/2008.

Na Tabela 9, condensa-se o resultado à questão inerente à utilização de um modelo próprio (ajustes dos dados contábeis) para o cálculo dos indicadores e demonstra-se que tão somente 6 analistas são os que se atêm exclusivamente às informações divulgadas pela empresa; os demais utilizam modelo próprio ou ambos.

A última questão discriminava 23 índices financeiros, com escala numérica de 1 a 3, solicitando que o analista utilizasse a escala de nº. 1 para o indicador de menor importância e 3 para o de maior importância, a partir da utilização. A questão apresentava dois espaços para “outros” índices a critério do analisa. Esse resultado é demonstrado na Tabela 10.

Tabela 10. Indicadores Financeiros mais utilizados pelos Analistas de Investimentos.

Indicadores	Não Utiliza frequência	Nota frequência	1 Nota frequência	2 Nota frequência	3 Nota frequência
1. <i>EBITDA</i>	5	3	6		36
2. Índice de Endividamento	4	5	10		31
3. Margem de Lucro	4	7	13		26
4. ROE Retorno sobre o Patrimônio Líquido	3	10	12		25
5. Lucro por Ação LPA	6	4	16		24
6. Fluxos de Caixa das Ativ. Operacionais	9	3	9		29
7. Índice Preço/Lucro	8	4	14		24
8. <i>Dividend Yield</i>	10	3	13		24
9. Fluxos de Caixa das Ativ. de Investimentos	11	2	14		23
10. Fluxos de Caixa das At. de Financiamentos	12	2	12		24
11. ROA Retorno sobre os Ativos	8	9	17		16
12. Taxa de Crescimento Sustentável	13	2	15		20
13. Índice de Liquidez Corrente	9	8	17		16
14. PL a preços de Mercado/ <i>EBITDA</i>	14	6	9		21
15. <i>Payout</i>	14	3	16		17
16. Índice de Cobertura de Juros	13	3	21		13
17. Giro de Contas a Receber	13	4	18		15
18. Giro de Estoques	13	6	16		15
19. Rotação de Ativos	15	11	15		9
20. Índice de Liquidez Imediata	18	7	17		8
21. Giro do Ativo Total	15	8	21		6
22. Quociente dos Lucros para o Preço	23	3	13		11
23. Quociente de Mercado para Valor Contábil	23	6	9		12
24. Outros	0	0	2		4

Fonte: Dados da pesquisa com questionário, 2007/2008.

Segregando os índices que foram mencionados na Tabela 10 como utilizados e que obtiveram a maior escala de notas, é possível destacar os dez índices mais utilizados por ordem de importância, quais sejam:

1. *EBITDA*
2. Índice de Endividamento
3. Margem de Lucro
4. ROE Retorno sobre o Patrimônio Líquido
5. Lucro por Ação LPA
6. Fluxos de Caixa das Atividades Operacionais
7. Índice Preço/Lucro
8. *Dividend Yield*
9. Fluxos de Caixa das Atividades de Investimentos
10. Fluxos de Caixa das Atividades de Financiamentos

4.1.2.1 Indicadores mais utilizados pelos Analistas de Investimentos

A análise das demonstrações contábeis é tida como uma arte, pois não existe uma fórmula rígida, nem mesmo os indicadores ideais para cada empresa. A partir da experiência e das habilidades do analista, a análise é conduzida com a utilização de vários indicadores. Tendo em vista que dez índices se sobressaíram, dentre os indicadores utilizados para análise, convém apresentar uma síntese das características de cada um desses indicadores.

1. O indicador *EBITDA* (*Earning before interest, taxes, depreciation and amortization*), no Brasil, denominado LAJIDA (Lucro antes do pagamento de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização), que, de acordo com Vasconcelos (2002), é um “misto de indicador de desempenho econômico-financeiro e base para avaliação de empresas [...], o que ressalta sua importância”, e que justifica a utilização por mais de 90% dos analistas que compuseram a pesquisa.

De acordo com Assaf Neto (2007 p.227), o *EBITDA* revela, em essência, sua eficiência financeira, determinada pelas estratégias operacionais adotadas; e o que, provavelmente, distingue esse indicador dos demais é a sua característica de medida financeira globalizada:

efetivamente, ao se confrontar o *EBITDA* de empresas de diferentes economias, a comparabilidade dos resultados é prejudicada

principalmente pelas variações da legislação tributária e políticas adotadas. Ao se comparar os resultados operacionais de caixa líquidos dessas despesas, como propõe o índice, os valores passam a refletir o potencial de caixa das entidades sem a interferência de práticas e normas legais adotadas de maneira peculiar pelos diversos países.

2. O índice de endividamento revela a estrutura de capital, permite o acompanhamento da empresa para detectar a maneira que esta alavanca o seu crescimento, envolve a segurança oferecida pela empresa aos capitais alheios e revela sua política de obtenção e alocação de recursos.

Procianoy e Schnorrenberger (2004) apontam que:

a variável dependente, Índice de Endividamento, em qualquer uma de suas formas, é habitualmente tomada como explicativa da percepção de alavancagem financeira e do risco financeiro associado que está sendo incorrido pela gestão e, por conseguinte, pelos acionistas de uma empresa. Mas, no caso brasileiro, várias versões desta variável devem ser tomadas em função da baixa existência de fundos de dívida a longo prazo disponível para as empresas se alavancarem.

3. Margem de Lucro - as margens de lucro demonstram a relação entre o lucro e a receita operacional. É um indicador que geralmente revela os custos da empresa. De acordo com Hendriksen e van Breda (1999 p. 215), “a versão mais tradicional e aceita do lucro líquido é a de que representa o retorno aos proprietários da empresa” [...] o lucro publicado pode ser utilizado para prever lucros futuros, prever a capacidade de geração de resultados da empresa em longo prazo.”.

4. ROE – Retorno sobre o Patrimônio Líquido representa a taxa de rentabilidade auferida pelo capital próprio da empresa. “Este índice é definido pelo quociente entre o lucro líquido (ou seja, depois de juros e impostos) e o patrimônio médio dos acionistas”. É um indicador que propicia mensurar se a alavancagem financeira está produzindo riquezas ou destruindo valor das empresas. Para entender os fatores que afetam o ROE de uma empresa a fim de detectar as tendências e o desempenho em relação a seus pares, os analistas geralmente desmembram esse índice em vários outros, caracterizado por sistema Du Pont (ROSS, WESTEFIELD e JAFFE, 2007 p. 50).

5. Lucro por Ação LPA - ganho por ação obtido durante um determinado período de tempo, proveniente do lucro líquido de uma empresa em relação ao número de ações existentes. Assaf Neto, (2005) apresenta como um dos mais utilizados na avaliação por parte dos investidores, ratificado pela pesquisa. Entretanto, alerta que é

um ganho potencial e não efetivamente realizado, haja vista que somente parte do lucro do exercício é distribuída.

6. Índice Preço/Lucro – é um índice utilizado no mercado financeiro para comparação de ações com a finalidade de identificar se o preço está adequado. O índice é obtido da divisão do preço de uma ação no mercado pelo lucro líquido anual da ação em questão. Dessa maneira, o P/L indica uma estimativa de prazo, em anos, para que o investidor recupere o capital aplicado na compra da ação, assumindo-se a distribuição integral dos lucros da empresa. Similar às ressalvas do índice anterior. Assaf Neto (2005) expõe que apesar das limitações, este índice apresenta uma forte relação com o desempenho do mercado, reflete tanto o interesse quanto o desinteresse dos investidores por determinada ação. Assim, essa atratividade faz com que o P/L desses títulos se eleve, ocasionando maior confiança do mercado, ou ao contrário, no caso de risco, o comportamento do índice diminui.

7. *Dividend Yield* - taxa obtida dividindo-se o valor do dividendo distribuído por ação pelo preço de mercado da ação indica a remuneração do acionista realizada sobre o capital investido. O indicador é utilizado na análise da rentabilidade esperada de uma ação. De acordo com Assaf Neto (2005) o conceito de *yield to maturity* – YTM reflete o rendimento efetivo dos títulos de renda fixa até seu vencimento. A metodologia desse índice equivale à medida de taxa interna de retorno, em que se considera o preço de mercado do título e os fluxos de rendimentos decorrentes.

8. A demonstração de fluxos de caixa resulta da adição de fluxos de caixa de operações, fluxos de caixa de atividades de investimento e fluxos de caixa de atividades de financiamento. DFC das Atividades Operacionais – resultados de caixa, advindos das operações, que provêm um suporte ao financiamento da atividade da empresa; DFC das Atividades de Investimentos – resultantes do dispêndio de recursos para a geração de receitas, conseqüentemente, fluxos de caixa futuros e DFC das Atividades de Financiamentos – resultantes de financiamento de longo prazo (ROSS, WESTEFIELD e JAFFE, 2007).

Hendriksen e van Breda (1999, p. 175) alegam que o ideal é utilizar os fluxos futuros de caixa, que seriam recebidos por cada indivíduo, como informação aos investidores, para que tomem decisões corretas. Entretanto, pela impossibilidade de projeção de fluxos futuros de caixa, com certeza, além do custo de preparo de

demonstrações individuais, a alternativa é o fornecimento de informações de fluxos de caixa passados da empresa, os quais podem ser utilizados para projeções futuras.

Nesse contexto, é que se inserem os analistas, que estimam a participação do investidor no fluxo de caixa da entidade. Interessante observar que no questionário os índices foram desmembrados em fluxos de caixa de operações, fluxos de caixa de atividades de investimento e fluxos de caixa de atividades de financiamento, e todos os fluxos estão entre os dez indicadores mais utilizados. Diante disso, a listagem dos índices aparece com oito itens, em que neste último os comentários referem-se aos três fluxos.

Retornando ao questionário, os analistas que opinaram que a Contabilidade **informa parcialmente** a situação econômica, financeira e operacional da empresa aos usuários externos, bem como daqueles que discordam plenamente da eficácia contábil, no que concerne à informação da situação econômica, financeira e operacional da empresa, emitiram sugestões para a eficácia da informação contábil, as quais **transcrevem-se**, a seguir:

1. “Que a Contabilidade demonstre o crescimento sustentável da empresa;
2. No momento atual, as informações precisam ser rápidas e objetivas;
3. A Contabilidade deve apresentar a situação real da empresa de forma clara;
4. Menor tempo de publicação e disponibilização do Demonstrativo dos Fluxos de Caixa;
5. Apresentar de forma gráfica a situação da empresa no IBOVESPA anual, para quem quiser uma posição primária, mensal para secundária e semanal/diária para terciária.
6. Maior objetividade nas informações;
7. A Contabilidade deve conter informações mais detalhadas acerca dos Fluxos de Caixa; projeções de retornos da empresa para os próximos anos; demonstrar a qualidade dos empréstimos tomados pela empresa, ou seja, o risco da empresa;
8. As informações devem ser tempestivas e o critério de avaliação dos ativos tem que ser o valor de mercado;
9. Apresentar informações mais específicas sobre os Fluxos de Caixa previsto e o impacto das medidas da administração no negócio;
10. Apresentar fiscalização mais confiante, por parte do governo, além de uma legislação mais rígida quanto àqueles insistentes manipuladores de resultados, os quais frustram as expectativas dos investidores que querem participar de um mercado confiável;

11. Possibilitar que as informações sejam mais tempestivas, e que a empresa disponibilize tanto seus Fluxos de Caixa real, como as projeções para os próximos anos;
12. Exibir demonstrações contábeis que reflitam exatamente a realidade da empresa;
13. Evidenciar informações sobre estratégias; e,
14. Relatórios precisam ser mais objetivos e menos técnicos, para facilitar a compreensão do investidor leigo”.

Nota-se que as sugestões dos analistas permeiam toda a atividade do Contador, desde a conduta ética na elaboração de demonstrativos confiáveis, passando pela objetividade e culminando com a compreensibilidade.

No decorrer do referencial teórico, ainda que indiretamente, grande parte das sugestões dos analistas já foi abordada. Todavia, para ratificar e dar acolhida às sugestões dos respondentes, mais especificamente aos conceitos de divulgação justa e completa, aduz as manifestações de Hendriksen e van Breda (1999), para os quais, divulgação justa pressupõe um objetivo ético de tratamento equitativo a todos os destinatários da informação e alertam para a diferença entre divulgação completa e informação supérflua, em que o excesso sem importância oculta a informação importante e dificulta a interpretação dos relatórios.

Ainda sobre a conduta ética, supõe ser inadmissível a um profissional com vultosa habilidade técnica, que se traduz por competência profissional contábil, no âmbito da atuação profissional, prescindir do comportamento ético com relação aos colegas, aos clientes, aos usuários da informação; enfim, com relação à sociedade.

No tocante à objetividade das demonstrações contábeis requeridas pelos analistas, Hendriksen e van Breda (1999 p. 93) ressaltam o papel das teorias que utilizam a semântica, a fim de encontrar maneiras para uma adequada interpretação das informações contábeis. A principal dificuldade atribuída pelos autores, com ênfase no processo de contabilização e na estrutura convencional de divulgação, advém do fato de que certos termos contábeis, a exemplo de lucro líquido e receita, e mensurações, tais como custo histórico, são desprovidos de significado capaz de uma interpretação no mundo real: “Tais termos são criações dos contadores e, embora seja possível utilizá-los para fazer predições de fenômenos do mundo real, as evidências não apóiam a validade da idéia de fazer da estrutura da contabilidade seu objetivo básico.”.

A importância do uso de terminologia clara e simplificada nas demonstrações contábeis é ratificada por Iudícibus (2004 p. 113), que adverte: “Termos (e grupos) obscuros como ‘resultado pendente’, ‘pendente’ ou mesmo ‘resultado de exercícios futuros’ devem ser evitados, por não serem precisos.”.

Finalizando o questionário, foi reservado um espaço livre para comentários, sugestões e ou críticas. Constatou-se a crítica e opinião de um único respondente, que se transcreve, a seguir:

“A análise gráfica é o melhor sistema já visto para avaliar uma empresa que está no novo mercado. Esta opinião se dá pelo motivo de estarmos em um mundo globalizado onde as informações são processadas muito rápidas e você precisa também tomar decisões rápidas. E, na análise gráfica foi onde encontrei o maior conforto. Quero aqui dizer também que a situação aqui é de apenas um investimento, ou seja, gerar lucro para quem investe no mercado de capitais”.

4.2 Questionário para os profissionais de Relações com Investidores

A amostra dos profissionais de RI contou com 50 respondentes, representantes de 46 empresas. Duas empresas tiveram a representação do Analista de RI e do Gerente de RI. Excepcionalmente, uma empresa teve a participação de três membros, o Analista de RI, o Gerente de RI e o Diretor de RI - DRI.

A pesquisa evidenciou a participação das empresas sediadas em sete Estados da Federação e no Distrito Federal, dentre as quais, a maioria representando o Estado de SP, seguido dos demais RJ, DF, RS, MG, PR, SC, CE, e ES.

Ressalta-se que há quesitos no questionário que comportam mais de uma alternativa como resposta; conseqüentemente, nesses casos, a somatória das respostas ultrapassa os 100% dos respondentes.

4.2.1 Perfil dos profissionais de Relações com Investidores

A pesquisa detectou que entre os profissionais de RI, também, há a predominância do gênero masculino com 64%, tendo em vista que a amostra compõe-se de 32 homens e 18 mulheres.

No que concerne à faixa etária dos respondentes, pode-se afirmar que os profissionais de RI apresentam uma faixa etária predominantemente entre 21 a 40 anos, representando 62% da amostra, seguido dos profissionais entre 41 a 50 anos, com 24%

do total e os restantes 14% dos profissionais situam na faixa etária entre 51 e 60. Não houve registro de profissional com idade inferior a 21 anos, nem tampouco com idade superior a 60 anos.

Dentre as funções exercidas pelos profissionais de RI, na amostra sobressaem os Gerentes de RI com 30%, seguidos dos Analistas de RI com 28%, Especialistas de RI com 18%, Diretor de RI com 12% e Coordenador de RI e Empresário, ambos com 6% da amostra cada um, demonstrados na Tabela 11.

Tabela 11. Função exercida pelos profissionais de RI.

Função	Frequência	%
Gerente de RI	15	30%
Analista de RI	14	28%
Especialista de RI	9	18%
Diretor de RI	6	12%
Coordenador de RI	3	6%
Empresário	3	6%
Total	50	100%

Fonte: Dados da pesquisa com questionário, 2007/2008.

No que concerne à formação, ou seja, o nível de escolaridade dos profissionais de RI, detectou-se o predomínio de áreas correlatas com 90%, com destaque para 20 Administradores, equivalentes a 40% da amostra, seguidos de 13 Contadores perfazendo 26%, 12 Economistas representando 24% do total. Os restantes 10%, distribuídos entre: Ciência da Computação, Direito, Engenharia Civil, Engenharia Mecânica e Relações Públicas. É oportuno ressaltar que estes últimos possuem especialização em Finanças.

Diante dos resultados, pode-se observar o elevado nível de escolaridade dos profissionais de RI, haja vista que 64% possuem curso de pós-graduação, dentre os quais: seis Mestres, dois em Administração, dois em Economia, um em Contabilidade e um em Finanças. Os demais profissionais são os detentores de cursos de Especialização, com destaque para os MBA em Finanças, Controladoria e *Marketing*.

Os profissionais de RI denotam ter habilidades profissionais, pois a pesquisa evidenciou um único respondente com experiência profissional inferior a um ano, uma concentração de 78% dos profissionais, com atuação entre dois a sete anos de atividades, 14% com experiência profissional superior a dez anos e os restantes,

distribuídos entre os que possuem entre oito e dez anos de atividades e com experiência inferior a um ano.

4.2.2 Atividade Contábil nas Empresas dos profissionais de RI

Consoante resposta dos profissionais de RI, 38% das empresas da amostra elaboram os demonstrativos contábeis de acordo com os padrões internacionais IFRS ou normas norte-americanas; o mesmo percentual de 38% informou que as empresas estão em fase de implementação dos demonstrativos contábeis para atender aos padrões internacionais; e 24% responderam que os demonstrativos contábeis não são elaborados de acordo com os padrões internacionais.

A grande maioria, representada por 88% dos respondentes, afirmou que além dos demonstrativos contábeis e ou relatórios elaborados pela Contabilidade em atendimento à legislação, a empresa elabora outros relatórios com informações adicionais. Dentre esses relatórios, destacam-se: Demonstração dos Fluxos de Caixa com 26%; *Press Release* com 18%, seguidos do Relatório Social e de Sustentabilidade e Relatório de desempenho; ambos com 16%, além dos demais relatórios com participação inferior a 5%, figurados na Tabela 12.

Tabela 12. Relatórios adicionais produzidos pela empresa.

Relatórios	Frequência	%
Demonstração dos Fluxos de Caixa	13	26%
<i>Press Release</i>	9	18%
Relatório Social e de Sustentabilidade	8	16%
Relatório de Desempenho/Operacionais	8	16%
Não há nenhuma informação	5	10%
Diversos Relatórios	2	4%
<i>Fact Sheets</i>	2	4%
Valor Adicionado	2	4%
EBTIDA	2	4%
Outros	3	6%
Total	50	100

Fonte: Dados da pesquisa com questionário, 2007/2008.

É sabido que a demonstração dos fluxos de caixa – DFC - é uma das demonstrações exigidas por força legal. Entretanto, essa demonstração destaca-se na primeira linha da Tabela 12 como um dos relatórios **adicionais** mais produzidos pela empresa. Convém salientar que 88% do total de questionários respondidos retornaram até dezembro/2007, e, a obrigatoriedade dessa demonstração adveio da Lei 11.638, editada em 28 de dezembro 2007, e que, ainda, não se encontra regulamentada o modelo da DFC. Isso comprova que os anseios da classe contábil, quanto à obrigatoriedade da DFC, foram respaldados pela legislação.

Os demais relatórios, denominados de outros na tabela são identificados: 6K, 20F, Balanços Projetados, diversos relatórios em função do cliente, Atendimento aos investidores e analistas, Relatório de Análise Econômico Financeira, Relatório de preços médios por mercado, abertura do CPV, das despesas financeiras, entre outros índices econômicos comparativos, Análise Gerencial do Resultado (MD&A).

Ressalta-se que cinco dos respondentes, apesar de informarem que elaboravam relatórios além dos legalmente exigidos, não mencionaram os referidos relatórios.

No que concerne aos motivos para a empresa elaborar esses relatórios, 50% alegaram que os demonstrativos exigidos legalmente são insuficientes para prover as necessidades do mercado, 15% o fazem por solicitação dos analistas financeiros e 23% alegaram outros motivos, quais sejam: melhor *disclosure* das atividades operacionais da companhia, detalhamento das ações, a adesão ao Novo Mercado (transparência), projeções financeiras, exigências do Novo Mercado, possibilitar o entendimento de forma mais simples, por necessidade de investidores estrangeiros, melhores práticas, Complemento de informações a atender ao regulamento de listagem do Novo Mercado da Bovespa; compromisso com Novo Mercado, enriquecer as informações, abertura de itens não disponíveis no ITR (Receita Bruta e Líquida) por segmento do negócio, DVA, etc., exigências internacionais, por uma maior transparência, maior *disclosure* por parte da Companhia, ampliar a divulgação das informações financeiras, solicitação CVM, melhores práticas de mercado para facilitar o entendimento das informações e comunicação adequada para cada público.

No que tange às demandas mais frequentes aos profissionais de RI, por parte dos analistas de investimentos, 66% são solicitações para interpretação dos dados contábeis, 66% são solicitações de dados relevantes e ou necessários à análise; os outros itens especificados pelos respondentes correspondem a 26% da amostra. Enumeram-se os

outros itens mencionados pelos analistas: “diversos motivos fazem com que o analista solicite complemento de informações, as principais demandas são sobre estimativas e perspectivas de crescimento futuro de resultados, projeções futuras, estratégia da empresa, estratégia e *business* de investimentos e tratamento contábil dos incentivos fiscais; estratégia e governança; informações sobre estratégias futuras da Companhia; dados operacionais, projeções, estratégias e indicadores financeiros; diversos dados operacionais e setoriais; *guidances* e crescimento”.

Quanto à periodicidade de contato com o analista de investimento, a predominância é de contato semanal, com 36%, seguida de sem periodicidade definida, com 32%, trimestral, com 18%, e de menor expressividade mensal, com 14%.

A Tabela 13, a seguir, demonstra por quem são produzidos os relatórios adicionais.

Tabela 13. Relatórios adicionais produzidos pela empresa.

Relatórios	Frequência	%
Pelo Profissional de RI	31	62%
Pelo Departamento de Contabilidade	28	56%
Pela Administração Financeira	7	14%
Outros	2	4%
Total	68	136%

Fonte: Dados da pesquisa com questionário, 2007/2008.

De acordo com os dados da pesquisa e figurados na Tabela 13, os relatórios adicionais são produzidos praticamente pelos profissionais de RI e pela própria Contabilidade.

A pesquisa evidenciou que na percepção de 74% dos profissionais de RI, a Contabilidade, por meio das demonstrações contábeis, informa a situação econômica, financeira e operacional da empresa aos usuários externos. Para 18% dos profissionais, a Contabilidade evidencia parcialmente a situação econômica, financeira e operacional aos usuários externos; e, para 8% dos profissionais que perfizeram a amostra a Contabilidade por meio das demonstrações contábeis não informa a situação mencionada.

Para os 18% dos profissionais de RI que afirmaram que a Contabilidade evidencia parcialmente a situação econômica, financeira e operacional aos usuários

externos, bem como para aqueles 8% que consideram que a Contabilidade, por meio das demonstrações contábeis, não informa a situação mencionada; isso ocorre em face de 8% considerarem o conteúdo demasiadamente técnico, 4% defasagem de tempo da publicação das demonstrações contábeis, 6% alegaram que as informações emitidas pela Contabilidade não são importantes para os usuários externos e 8% alegaram outros motivos, dentre os quais a falta de realismo econômico nos dados financeiros (rigidez nos lançamentos).

A Tabela 14, a seguir, contempla a percepção dos profissionais de RI sobre a Contabilidade.

Tabela 14. Percepção dos Profissionais de RI sobre a Contabilidade, por meio das demonstrações contábeis.

Itens	Sim	Não	Às vezes	Total
É utilizada como prestação de contas administrativas	45	2	3	50
Auxilia a tomada de decisão interna.	44	2	4	50
É de grande utilidade para as decisões de investimentos a qualquer usuário que tenha o interesse de verificar o desempenho da empresa.	40	1	9	50
Atinge plenamente os objetivos a que se propõe	36	2	10	50
Reflete a realidade econômico-financeira da empresa tanto aos usuários internos quanto aos externos.	36	2	10	50
Atende de forma eficaz aos analistas financeiros	32	2	16	50

Fonte: Dados da pesquisa com questionário, 2007/2008.

A partir da Tabela 14, depreende-se que para 90% dos profissionais de RI, a Contabilidade é utilizada como prestação de contas administrativas, 88% consideram um auxílio na tomada de decisões interna, 80% consideram que é de grande utilidade para as decisões de investimentos a qualquer usuário que tenha o interesse de verificar o desempenho da empresa, 78 % consideram que a Contabilidade atinge plenamente os objetivos a que se propõe, por isso consideram que a Contabilidade reflete a realidade econômico-financeira da empresa tanto aos usuários internos quanto aos usuários externos. E, para 64% dos respondentes, a Contabilidade atende de forma eficaz aos analistas financeiros. Diante disso, pode-se inferir que são bastante satisfeitos com a Contabilidade.

Ainda no questionário, solicitou-se, caso a resposta do respondente tivesse sido que a Contabilidade não atinge plenamente os objetivos a que se propõe, sugestão para que a Contabilidade seja eficaz e cumpra o seu objetivo de prover seus usuários com informações úteis e relevantes.

Dos 18 profissionais de RI, que deram como resposta que a Contabilidade não atinge plenamente os objetivos a que se propõe, 14 profissionais, ou seja, 80% emitiram sugestões para a eficácia da Contabilidade, **transcritas**, a seguir:

1. “Os dados contábeis deveriam evidenciar as tendências, pois, por si só, não demonstram tendências, o que dificulta as projeções de resultados;
2. A criação de controles paralelos e demonstrativos deve ser mais objetiva, de fácil compreensão, para que o empresário entenda sem a necessidade de auxílio de um técnico;
3. Existem questões particulares de cada empresa, que devem ser personalizadas;
4. Elaborar juntamente com a área de RI alguns relatórios com mais processos implementados;
5. Incluir dados operacionais e não somente contábeis;
6. Relatórios deveriam incluir projeções, tendências de resultados futuros;
7. Agregar mais informações operacionais e não tanto técnicas. Atualmente utilizamos o *release* de resultados para informar ao mercado nossa operação, e não as peças contábeis;
8. A publicação de Fluxos de Caixa é essencial. Algumas contabilizações exigidas pelas normas contábeis, como despesas de *hedge* ou alocação entre despesa operacional e não operacional são questionáveis e podem não refletir a realidade econômica da empresa. Isso exige notas explicativas e relatórios de resultados para o público investidor com ressalvas e explicações necessárias para garantir o alinhamento no entendimento da empresa;
9. Complemento de informações, a fim de atender ao regulamento de listagem do Novo Mercado;
10. Os relatórios emitidos pela Contabilidade não informam alguns pontos da nossa empresa de forma específica. Por exemplo, o crescimento da receita é devido, atualmente, ao crescimento de tráfego nas concessionárias de rodovia. O RI condensa e analisa esses dados para exemplificar quanto em cada concessionária o tráfego cresceu, o porquê, etc., em consonância aos índices da Bovespa;
11. Publicação de um maior número de dados sobre o setor e o mercado onde a empresa está inserida e perspectivas;
12. A atividade de RI abrange informações além daquelas dispostas nas demonstrações financeiras;
13. A Contabilidade tem de se aproximar do gerencial. Nem sempre a Contabilidade reflete corretamente o que aconteceu nos negócios. É necessário sempre fazer ajustes. Se a empresa não faz esses ajustes, os analistas e investidores o farão e a empresa terá dificuldades em rebater as ponderações desse público; e,
14. Necessidade de convergência entre a informação contábil e gerencial”.

No tocante a opiniões e críticas, detectou-se a manifestação de um único profissional de RI, que mencionou que a “a atividade de RI é muito mais abrangente, pois engloba informações além daquelas dispostas nas demonstrações financeiras”.

4.3 Junção dos Resultados dos Ambos os Questionários

A pesquisa detectou que as atividades dos profissionais de RI e de Analistas de Investimentos são, predominantemente, exercidas pelas áreas de formação correlatas de Administração, Economia e Ciências Contábeis, representados por 90 e 92% da amostra respectivamente. Os administradores são preponderantes com 40% nas atividades de relações com investidores – RI e os economistas se destacam com 36% como analista. Especificamente, os contadores representam 26% dos profissionais de RI e 22% dos Analistas de Investimentos, destacados na Tabela 15.

Tabela 15. Predomínio de Áreas correlatas nas atividades dos profissionais de RI e Analistas de Investimentos.

	RI		Analista	
	Frequência	%	Frequência	%
Administradores	20	40%	17	34%
Contadores	13	26%	11	22%
Economistas	12	24%	18	36%
Subtotal	45	90%	46	92%
Outros	5	10%	4	8%
Total	50	100%	50	100%

Fonte: Dados da pesquisa com questionário, 2007/2008.

Aos respondentes questionou-se: na sua percepção, a Contabilidade, por meio das demonstrações contábeis, informa a situação econômica, financeira e operacional das entidades? As respostas estão demonstradas na Tabela 16.

Tabela 16. Percepção do Profissional de RI e do Analista sobre a Contabilidade.

Contabilidade Informacional	RI		Analistas	
	Frequência	%	Frequência	%
Sim	37	74%	12	24%
Não	4	8%	3	6%
Às vezes	9	18%	35	70%
Total	50	100%	50	100%

Fonte: Dados da pesquisa com questionário, 2007/2008.

Na Tabela 16, consolidam-se as repostas sobre a percepção da Contabilidade entre aquele que intermedeia os demonstrativos contábeis, que são os profissionais de (RI), e os analistas que utilizam essas demonstrações contábeis. A pesquisa evidenciou que, para 74% dos RI, a Contabilidade, por meio das demonstrações contábeis, **informa** a situação econômica, financeira e operacional da sua empresa aos usuários externos. Na percepção dos analistas, esse percentual cai para 24%; portanto, tem-se uma divergência significativa de 50 pontos percentuais entre as opiniões. Por outro lado, a percepção dos profissionais de RI e a dos analistas ficou muito próxima, 8 e 6% respectivamente, quando afirmam que a Contabilidade, por meio das demonstrações contábeis, **não informa** a situação econômica, financeira e operacional da sua empresa aos usuários externos. Dessa forma, a divergência mencionada respalda-se na situação “às vezes”, dada como resposta por 18% dos RI e pela vasta maioria de 70% dos analistas.

Para esses analistas que responderam “não” e “às vezes”, destaca-se: “defasagem de tempo da publicação das demonstrações contábeis; relatórios muito extensos e desprovidos de objetividade; conteúdo demasiadamente técnico; ausência de perspectivas futuras; não são detalhados o suficiente; incoerências nas projeções futuras com plano de investimento e perspectivas do setor e da economia; não apresenta a situação no mercado de ações e Contabilidade não criativa”.

Em face das alegações apontadas pelos analistas, pode se inferir que a Contabilidade procura demonstrar a situação econômica, financeira e operacional das empresas; contudo, a maneira com que os demonstrativos são apresentados é que faz a diferença para quem utiliza essas informações.

A Tabela 17, a seguir, condensa as opiniões dos profissionais de RI e dos analistas, no que concerne à solicitação de documentos adicionais aos RI pelos analistas.

Tabela 17. Solicitação de demonstrativos adicionais aos profissionais de RI pelos Analistas.

	RI		Analistas	
	Frequência	%	Frequência	%
Sim	37	74%	14	28%
Não	4	8%	3	6%
Às vezes	9	18%	33	76%
Total	50	100%	50	100%

Fonte: Dados da pesquisa com questionário, 2007/2008.

Na Tabela 17, apresenta-se a divergência entre os respondentes. Para os profissionais de RI, 74% dos analistas solicitam informações adicionais. Os analistas referindo-se a si próprios, somente 28% afirmaram que solicitam informações adicionais, entretanto 76% alegaram que às vezes solicita informações adicionais.

4.4 Análise das Hipóteses de Pesquisa

Em forma de hipótese, apresenta-se o resultado das opiniões dos dois grupos de respondentes, em que H_0 é a hipótese nula e H_1 a hipótese alternativa.

Hipótese 1

H_0

A Contabilidade, por meio das demonstrações contábeis e relatórios adicionais exigidos pela legislação societária, é **insuficiente** para demonstrar a situação econômica, financeira e operacional da empresa, **na percepção dos profissionais de relações com investidores – RI.**

H_1

A Contabilidade, por meio das demonstrações contábeis e relatórios adicionais exigidos pela legislação societária, é **suficiente** para demonstrar a situação econômica, financeira e operacional da empresa, **na percepção dos profissionais de relações com investidores – RI.**

$H_0: p_0 = 50\%$

$H_1: p_0 > 50\%$

A estatística teste resultou em $z = -6,0$. O valor tabulado normal para o nível de 0,01 e um teste unilateral na cauda direita é de +2,33. A faixa de aceitação da hipótese nula na tabela normal vai de zero a 2,33. O resultado do teste estatístico foi -6 , do lado oposto, conseqüentemente, há que se rejeitar H_0 , o que indica que a proporção dos profissionais de RI que consideram a Contabilidade **insuficiente** para demonstrar a situação econômica, financeira e operacional da empresa é bastante inferior a 50%.

Hipótese 2

H_0

A Contabilidade, por meio das demonstrações contábeis e relatórios adicionais exigidos pela legislação societária, é **insuficiente** para demonstrar a situação econômica, financeira e operacional da empresa **na percepção dos Analistas de Investimentos**.

H_1

A Contabilidade, por meio das demonstrações contábeis e relatórios adicionais exigidos pela legislação societária, é **suficiente** para demonstrar a situação econômica, financeira e operacional da empresa **na percepção dos Analistas de Investimentos**.

$H_0: p_0 = 50\%$

$H_1: p_0 > 50\%$

O mesmo teste é aplicado aos analistas de investimentos. A estatística teste resultou em $z = -6,2$. O valor tabulado normal para o nível de 0,01 e um teste unilateral na cauda direita é de +2,33. Semelhante ao resultado anterior, conseqüentemente, há que se rejeitar H_0 , o que indica que a proporção dos Analistas de Investimentos que consideram a Contabilidade **insuficiente** para demonstrar a situação econômica, financeira e operacional da empresa também é bastante inferior a 50%.

Hipótese 3

H_0

Os profissionais de relações com investidores - RI e os analistas de investimentos **possuem percepção similar** no que concerne ao conteúdo informacional da Contabilidade, e acreditam que por meio das demonstrações contábeis, a

Contabilidade **informa plenamente** a situação econômica, financeira e operacional da sua empresa aos usuários externos.

H_1

Os profissionais de relações com investidores - RI e os analistas de investimentos **possuem percepção divergente** no que concerne ao conteúdo informacional da Contabilidade, se por meio das demonstrações contábeis, a Contabilidade **informa plenamente** a situação econômica, financeira e operacional da sua empresa aos usuários externos.

Hipótese nula

$$H_0: p_1 = p_2$$

$$H_1: p_1 \neq p_2$$

$$p = \frac{37 + 12}{50 + 50} \qquad p = 0,49$$

$$z = \frac{(37/50) - (12/50)}{\sqrt{0,49 \cdot (0,5)[(1/50) + (1/50)]}} \qquad z = \pm 5,00$$

A comparação, através do teste de duas amostras, para proporções das amostras utilizadas pelo presente estudo, que resulta em $z = \pm 5,00$, comprova que **há** diferença entre as proporções dos dois grupos respondentes, haja vista que “z” calculado está na região de não aceitação, superior a +2,58. Portanto, rejeita-se H_0 , e, conseqüentemente, aceita-se a hipótese alternativa $H_1: p_1 > p_2$.

Constata-se, com isso, que as **opiniões** dos profissionais de relações com investidores e analistas de investimentos **divergem**, no tocante ao conteúdo informacional da Contabilidade de **forma plena**.

Hipótese 4

H_0

Os profissionais de relações com investidores - RI e os analistas de investimentos **possuem percepção similar**, no que concerne ao conteúdo informacional da Contabilidade, e acreditam que, por meio das demonstrações contábeis, a Contabilidade **não informa** a situação econômica, financeira e operacional da sua empresa aos usuários externos.

H_1

Os profissionais de relações com investidores - RI e os analistas de investimentos **possuem percepção divergente**, no que concerne ao conteúdo informacional da Contabilidade, se por meio das demonstrações contábeis, a Contabilidade **não informa** a situação econômica, financeira e operacional da sua empresa aos usuários externos.

Hipótese nula

$$H_0: p_1 = p_2$$

$$H_1: p_1 \neq p_2$$

$$p = \frac{4 + 3}{50 + 50} \qquad p = 0,07$$

$$z = \frac{(4/50) - (3/50)}{\sqrt{0,07 \cdot (0,93[(1/50) + (1/50)])}} \qquad z = \pm 0,39$$

A comparação das amostras que resulta em $z = z = \pm 0,39$ comprova que **não há** diferença entre as proporções dos dois grupos respondentes, pois nesta situação o “z” calculado está na região de aceitação, entre -2,58 e +2,58. Portanto, se aceita H_0 e, conseqüentemente, rejeitam-se as hipóteses alternativas.

A constatação é de que as **opiniões** dos profissionais de relações com investidores e analistas de investimentos **são similares**, no tocante ao conteúdo informacional da Contabilidade, quando afirmam que a Contabilidade **não informa** a situação econômica, financeira e operacional da sua empresa aos usuários externos. Entretanto, faz-se mister enfatizar que essa é a opinião de uma minoria representada por 7% do total da amostra.

Hipótese 5

H_0

Os profissionais de relações com investidores - RI e os analistas de investimentos **possuem percepção similar**, no que concerne ao conteúdo informacional da Contabilidade, e acreditam que, por meio das demonstrações contábeis, a

Contabilidade **informa ao menos parcialmente** a situação econômica, financeira e operacional da sua empresa aos usuários externos.

H_1

Os profissionais de relações com investidores - RI e os analistas de investimentos **possuem percepção divergente**, no que concerne ao conteúdo informacional da Contabilidade, se por meio das demonstrações contábeis, a Contabilidade **informa ao menos parcialmente** a situação econômica, financeira e operacional da sua empresa aos usuários externos.

Hipótese nula

$$H_0: p_1 = p_2$$

$$H_1: p_1 \neq p_2$$

$$p = \frac{46 + 47}{50 + 50} \quad p = 0,93$$

$$z = \frac{(46/50) - (47/50)}{\sqrt{0,93 \cdot (0,07[(1/50) + (1/50)])}} \quad z = \pm 0,3919$$

Salienta-se que para este teste foram consideradas as duas primeiras respostas, dentre as três opções que figuram no questionário.

- Sim, concordo plenamente;
- Sim, concordo parcialmente;
- Não, discordo plenamente.

A somatória das respostas se deu pelo fato de que as opiniões dos respondentes são similares, no tocante à negativa do conteúdo informacional, mas divergentes quanto à capacidade informacional de forma plena. Restou, portanto, a inferência de que a divergência entre as percepções estava entre se considerar “**plenamente suficiente**” e “**parcialmente suficiente**”, em que a grande maioria dos profissionais de RI considera que a Contabilidade informa **plenamente**, enquanto que a grande maioria dos analistas de investimentos considera que a Contabilidade informa **parcialmente** a situação econômica, financeira e operacional das empresas.

A partir do resultado, comparação das amostras que resulta em $z = \pm 0,3919$ comprova que **não há** diferença entre as proporções dos dois grupos respondentes, pois nesta situação o “z” calculado está na região de aceitação, entre -2,58

e +2,58. Portanto, se aceita H_0 , e, conseqüentemente, rejeitam-se as hipóteses alternativas. Dessa forma, conclui-se **estatisticamente** que na concepção dos respondentes a Contabilidade **informa ao menos parcialmente** a situação econômica, financeira e operacional da sua empresa aos usuários externos.

Essa constatação adere aos comentários de Iudícibus e Marion (2001) sobre a avaliação da situação econômica e financeira da entidade, em que os autores salientam que o objetivo primordial da Contabilidade é o de permitir ao usuário uma avaliação tanto no sentido estático, quanto à possibilidade de inferências sobre tendências futuras. E prosseguem: “Em ambas as avaliações, todavia, as demonstrações contábeis constituirão elemento necessário, mas não suficiente” (IUDÍCIBUS e MARION, 2001 p.138).

No tocante ao resultado do teste qui-quadrado, as relações reveladas na pesquisa encontram-se na Tabela D-4, no apêndice deste estudo. O resultado do teste restringe-se à significância inferior a 0,05, parâmetro considerado como uma associação significativa aceitável. Destacam-se neste estudo, as relações mais significativas são aquelas com maior aderência ao foco da pesquisa. Assim, apresenta-se a associação estatística significativa entre as respostas daqueles analistas que consideram a Contabilidade parcialmente suficiente para demonstrar a situação econômica, financeira e operacional da empresa estão relacionados com os itens a seguir:

- Utilização das Notas Explicativas;
- Utilização de outros demonstrativos adicionais;
- Solicitação de informações adicionais ao RI em face de incoerência entre os dados numéricos e os relatórios;
- Solicitação de dados relevantes e ou necessários ao RI.

Isto significa que toda vez que aparece o termo “parcialmente suficiente” são citados também pelo menos um dos termos “utilização das notas explicativas”, “utilização de outros demonstrativos adicionais” e assim qualquer um dos itens discriminados acima.

Nas respostas dadas pelos profissionais de RI, também foram detectadas associações estatísticas significativas, as quais se encontram condensadas na Tabela D-3, no apêndice deste estudo. Destacam-se aqui as correlações mais importantes, quais sejam, profissionais de RI que consideram a Contabilidade plenamente suficiente para

demonstrar a situação econômica, financeira e operacional da empresa com os termos seguintes:

- A Contabilidade auxilia a tomada de decisões interna;
- A Contabilidade atende eficazmente aos analistas de investimentos;
- A Contabilidade atinge plenamente os objetivos a que se propõe;
- A Contabilidade é de grande utilidade para as decisões de investimentos a qualquer usuário que tenha o interesse de verificar o desempenho da empresa.

De forma análoga à situação anterior, o significado da correlação está pautado em que toda vez que surge como resposta “plenamente suficiente”, aparece também pelo menos um dos termos listados acima.

Nas correlações entre os indicadores financeiros utilizados pelos analistas, o que significa que sempre que o analista utiliza determinado indicador, utiliza também o outro indicador que se relaciona, por serem bastante expressivos, encontram-se exclusivamente na Tabela D-5, no apêndice deste estudo.

Para melhor compreensão dos resultados apontados neste estudo, apresenta-se sintetizados:

- Estatisticamente, os profissionais de relações com investidores - RI e os analistas de investimentos **possuem percepção similar**, no que concerne ao conteúdo informacional da Contabilidade, e acreditam que, por meio das demonstrações contábeis, a Contabilidade **informa ao menos parcialmente** a situação econômica, financeira e operacional da sua empresa aos usuários externos.
- A maioria dos analistas utiliza mais de 75% das informações disponibilizadas pela Contabilidade.
- Os demonstrativos contábeis e ou relatórios utilizados para subsidiar a tomada de decisão e imprescindíveis à avaliação da saúde financeira na concepção da maioria dos analistas:
 - ✓ Balanço Patrimonial;
 - ✓ Demonstração do Resultado do Exercício; e
 - ✓ Demonstração dos Fluxos de Caixa.
- Os dez indicadores financeiros mais utilizados pelos Analistas:
 - ✓ *EBITDA*;

- ✓ Índice de Endividamento;
 - ✓ Margem de Lucro;
 - ✓ ROE – Retorno sobre o PL; e
 - ✓ Lucro por Ação – LPA.
 - ✓ Fluxos de Caixa das Atividades Operacionais
 - ✓ Índice Preço/Lucro
 - ✓ *Dividend Yield*
 - ✓ Fluxos de Caixa das Atividades de Investimentos
 - ✓ Fluxos de Caixa das Atividades de Financiamentos
- Demonstrações contábeis consistentes e com rentabilidade foram consideradas pelos analistas como o de maior grau de relevância quando comparado com *rating* emitido por empresas especializadas, com o conceito da empresa de Auditoria emissora do Parecer, rentabilidade com responsabilidade social e ambiental e *performance* da Administração.
 - Especificamente na concepção dos RI, a Contabilidade:
 - ✓ Auxilia a tomada de decisões interna;
 - ✓ Atende eficazmente aos analistas de investimentos;
 - ✓ Atinge plenamente os objetivos a que se propõe; e
 - ✓ É de grande utilidade para as decisões de investimentos a qualquer usuário que tenha o interesse de verificar o desempenho da empresa.
 - Ainda, na concepção dos RI, os demonstrativos adicionais em complementação exigidos legalmente que são elaborados com maior frequência são:
 - ✓ Demonstração dos Fluxos de Caixa;
 - ✓ *Press Release*;
 - ✓ Relatório Social e de Sustentabilidade; e
 - ✓ Relatório de Desempenho.

Dentre as várias justificativas para a elaboração dos demonstrativos adicionais, destaca-se que os demonstrativos exigidos legalmente não são suficientes para prover as necessidades do mercado e para atendimento à solicitação do analista. Esses demonstrativos adicionais são elaborados pelo próprio RI, seguido do departamento de contabilidade, consoante a maioria dos respondentes.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

5.1 Conclusões

A fim de detectar o grau de importância da contabilidade, por meio das demonstrações contábeis, aos investidores, e, ao mesmo tempo, verificar de que forma as empresas estão disponibilizando essas informações ao mercado, se estão restritas às demonstrações legalmente exigidas ou se apresentam informações adicionais e com qual intuito – são os fatores que instigaram a questão-problema: **Qual o grau de utilização das demonstrações contábeis pelos analistas de investimentos na avaliação das empresas e qual é a percepção desses analistas e dos profissionais de RI sobre essas demonstrações?**

Assim, a partir da análise das respostas dos analistas de investimentos, o profissional que reproduz o conhecimento aos investidores e dos profissionais de relações com investidores – RI, conclui-se **estatisticamente** que, na concepção dos respondentes, a Contabilidade **informa ao menos parcialmente** a situação econômica, financeira e operacional da sua empresa aos usuários externos. Em outras palavras, a Contabilidade atinge o objetivo a que se propõe.

É oportuno ressaltar a observância de ruídos de comunicação entre aqueles que intermedeiam as demonstrações contábeis - os profissionais de RI e os Analistas de Investimentos que utilizam essas demonstrações contábeis, haja vista que a pesquisa evidenciou que, para 74% dos profissionais de RI, a Contabilidade, **informa** a situação econômica, financeira e operacional da sua empresa aos usuários externos, enquanto que, para 70% dos analistas de investimentos, a Contabilidade **às vezes informa** a situação econômica, financeira e operacional da sua empresa aos usuários externos.

Pode-se inferir que, provavelmente, essa divergência de opinião se deva ao fato de o profissional de RI ter um vínculo empregatício com a empresa, com tendência de valorizá-la, até mesmo com o intuito de defender e preservar o seu trabalho.

É interessante observar que, no que concerne ao grau de utilização dos demonstrativos contábeis, o resultado apontou que para a sua tomada de decisão a maioria dos analistas utiliza mais de 75% das informações da Contabilidade. Acrescenta-se a observância da necessidade de relatórios adicionais requeridos pelos analistas.

No tocante à relevância do trabalho do analista e à forma de produção desse trabalho, pode-se afirmar que as pesquisas internacionais, discriminadas anteriormente, estão em consonância com os resultados deste trabalho, em que se detectou a preocupação dos analistas com informações tempestivas, consultas a noticiários, visitas às empresas e solicitação de informações adicionais aos profissionais de RI para consubstanciar a conclusão de seus trabalhos. Todavia, neste estudo, não houve segregação dos profissionais por grupos específicos.

Quanto à interatividade dos analistas de investimentos com a contabilidade, também se pode sustentar que os resultados dos estudos retro mencionados são bastante similares ao deste estudo. Especificamente quanto à utilidade das demonstrações contábeis, o resultado é bastante próximo, a saber: para 61% dos analistas americanos esses relatórios são **relativamente úteis** e, nesta pesquisa, 70% dos analistas consideram **parcialmente úteis**. Entretanto, quanto à utilidade plena, nota-se divergência, pois, para 39% dos analistas americanos, os relatórios são **muito úteis**, enquanto que, para 24% dos analistas brasileiros, os relatórios são **plenamente úteis**.

Retomando os objetivos específicos propostos, este trabalho conseguiu:

- Identificar quais as demonstrações adicionais elaboradas pelos profissionais de RI e pela Contabilidade;
- Discriminar as demonstrações contábeis imprescindíveis às atividades dos analistas de investimentos;
- Comparar a percepção do analista de investimentos com a do profissional de RI no que concerne à Contabilidade; e
- Detectar os índices financeiros mais utilizados pelos analistas, os quais destacam-se os dez primeiros, a saber: *EBITDA*, Índice de Endividamento, Margem de Lucro, ROE Retorno sobre o Patrimônio Líquido, Lucro por Ação LPA, Fluxos de Caixa das Atividades Operacionais, Índice Preço/Lucro, *Dividend Yield*, Fluxos de Caixa das Atividades de Investimentos e Fluxos de Caixa das Atividades de Financiamento.

É oportuno admitir as limitações da pesquisa, salientando que a principal limitação se deve ao número reduzido de respondentes, afetando praticamente todo o

estudo, haja vista a impossibilidade de segregação das empresas por setor. Por conseguinte, alguns testes ficaram prejudicados ou não foram passíveis de realização, dificultando e restringindo a análise dos dados.

5.2 Recomendações

Considerando que há uma escassez de trabalhos a respeito do profissional de relações com investidores RI e a interação com a contabilidade e, além disso, pela expansão vertiginosa da função, principalmente no Brasil, acredita-se que o tema possa despertar interesse em futuras pesquisas, motivo pelo qual se sugere:

- Investigar as causas dos ruídos de comunicação entre os analistas de investimentos e os profissionais de relações com investidores,
- Pesquisar o impacto do *disclosure* das informações adicionais no resultado das companhias,
- Analisar questões que não tenham sido contempladas neste estudo,
- Aprofundar os temas inerentes às sugestões apostas pelos profissionais de RI e pelos analistas de investimentos.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Karla Katiúscia Nóbrega de. **Uma análise crítica dos pareceres dos auditores independentes sobre demonstrações contábeis de empresas brasileiras.** João Pessoa, 2006. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal de Pernambuco e Universidade Federal do Rio Grande do Norte.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro.** São Paulo: Atlas, 2005.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BERLO, David K. **O processo da comunicação.** 4. ed. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1972.

BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan J. **Fundamentos de investimentos.** Porto Alegre: Bookman, 2000.

BOFF, Luiz Henrique. **Processo cognitivo de trabalho de conhecimento:** um estudo exploratório sobre o uso da informação no ambiente de análise de investimentos. Porto Alegre, 2000. Tese (Doutorado em Administração) - Escola de Administração - Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

BRASIL. Lei n. 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a comissão de valores mobiliários – CVM. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm> Acesso em: 20 de junho de 2008.

BRASIL. Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em :<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm> Acesso em: 20 de junho de 2008.

BRASIL. Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações, e na Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em: 10 de julho de 2008.

BRENNAN, Michael J. JEGADEESH, Narasimhan. SWAMINATHAN, Bhaskaran. **Investment analysis and the adjustment of stock prices to common information.** *The Review of Financial Studies.* Winter, v.6 n. 4 p. 799-824. 1993. Disponível em: <<http://rfs.oxfordjournals.org/cgi/reprint/6/4/799>> Acesso em: 01 de setembro de 2008.

BRIGHAM, Eugene F; HOUSTON Joel F. **Fundamentos da moderna administração financeira.** Tradução de Maria Imilda da Costa e Silva. Rio de Janeiro: Editora CAMPUS, 1999. Título original: *Fundamentals of financial management.*

CLARKE, Jonathan; KHORANA, Ajay; PATEL, Ajay. *Analyst behavior at independent research firms, brokerage houses, and investment banks: conflicts of interest or better information?* 2004. Disponível em: <<http://207.36.165.114/NewOrleans/Papers/1101306.pdf>>. Acesso em: 01 julho de 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM Nº. 202**, de 06 de dezembro de 1993. Dispõe sobre o registro de companhia para negociação de seus valores mobiliários em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=%5Cinst%5Cinst202consolid.htm>>. Acesso em: 20 de junho de 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM Nº. 388**, de 30 de abril de 2003. Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários e estabelece condições para seu exercício. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst388.htm>> Acesso em: 20 de junho de 2008.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). **A busca da convergência da contabilidade aos padrões internacionais**. Brasília, 2007. Título original: *A search for the accounting convergence to the international standards*.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE (CFC). **Resolução CFC nº. 1121/08**. Resolução CFC Nº. 1.121/08, de dia mês ano Estrutura Conceitual para a Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis. Disponível em: <http://www.cfc.org.br/sisweb/sre/docs/RES_1121.doc>. Acesso em: 14 jul.2008.

COSTA, Alfredo José Lopes. *et al. Comunicação com investidores: a importância de uma política de disclosure – caso da BB DTVM*. ALAIC - *Asociación Latinoamericana de Investigadores de la Comunicación*. Santa Cruz de la Sierra, Bolívia, 2002. Disponível em: <http://www.eca.usp.br/alaic/material%20congresso%202002/2002%20gt%20omunicacion%20Organizacional%20Margarida%20Kunsch.htm>. Acesso em : 14 jul.2008.

DEEGAN, Craig; RANKIN, Michaela. *The materiality of environmental information to users of annual reports*. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, v. 10, n. 4, 1997, p. 562-583. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/Insight/viewPDF.jsp?Filename=html/Output/Published/EmeraldFullTextArticle/Pdf/0590100403.pdf>>. Acesso em: 01 de setembro de 2008.

DEMIRAKOS, Efthimios G; STRONG, Norman C; WALKER Martin. *What Valuation Models Do Analysts Use?* *Accounting Horizons*, v. 18, n. 4 p. 221-240, Dec./2004. Disponível em: <<http://www.atypon-link.com/AAA/doi/abs/10.2308/acch.2004.18.4.221?journalCode=acch>> Acesso em: 01 de setembro de 2008.

DESBRIÈRES, Philippe. *et al. Venture capitalists, investment appraisal and accounting information: a comparative study of the us, uk, france, belgium and Holland*. *Journal*

European Financial Management, v.6, n.3, 2000, p.389-403. Disponível em: <<http://ungaro.u-bourgogne.fr/WP/0991102.pdf>>. Acesso em: 02 de setembro de 2008.

DIAS FILHO, José Maria. A linguagem utilizada na evidenciação contábil: uma análise de sua compreensibilidade à luz da teoria da comunicação. **Revista de Contabilidade & Finanças, FIPECAFI, FEA USP**, v.13, n. 24, p. 38 - 49, julho/dezembro 2000 Disponível em: http://www.eac.fea.usp.br/cadernos/completos/cad24/Revista_24_Art_3.pdf. Acesso em: 02 de setembro de 2008.

_____; NAKAGAWA, Masayuki. Análise do processo da comunicação contábil: uma contribuição para a solução de problemas semânticos, utilizando conceitos da teoria da comunicação. In: **Congresso Brasileiro de Contabilidade, XVI**, 2000. Goiânia. **Revista de Contabilidade & Finanças, FIPECAFI, FEA USP**, São Paulo, v.15, n. 26, p. 42 - 57, maio/agosto 2001 Disponível em : http://www.eac.fea.usp.br/eac/revista/revista_busca.asp. Acesso em: 02 de setembro de 2008.

DOLPHIN, Richard R. *The strategic role of investor relations. Corporate Communications: An International Journal*, v. n. 1, p. 25-42. 2004. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/Insight/ViewContentServlet?Filename=/published/emeraldfulltextarticle/pdf/1680090102.pdf>>. Acesso em: 01 de setembro de 2008.

EPSTEIN, Isaac. **Teoria da Informação**. São Paulo: Ática, 1986.

EUA. Lei *SARBANES-OXLEY* 2002. Disponível em: <http://www.sarbanes-oxley.com/section.php>> Acesso em: 03 jun.2008.

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

HENDRIKSEN, Eldon S; van BREDA Michael F. **Teoria da Contabilidade**. Tradução da 5ª Edição Americana por Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1999.

HILL, Manuela Magalhães; HILL, Andrew. **Investigação por questionário**. 2. ed. revista e corrigida. Lisboa: Sílabos, 2005.

HOPE, Ole-Kristian. *Disclosure Practices, Enforcement of Accounting Standards, and Analysts' Forecast Accuracy: An International Study*. **Journal of Accounting Research**, v. 41, n. 2 USA, May/ 2003. Disponível em: <http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/118831361/PDFSTART>. Acesso: em 01 de setembro de 2008.

IBRI Instituto Brasileiro de Relações com investidores. Disponível em: <<http://www.ibri.com.br/conheca/index.asp>>. Acesso em: 03 de junho de 2008.

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

_____; MARION, José Carlos. **Dicionário de termos de contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2001.

_____; MARTINS, Eliseu; CARVALHO, Nelson L. Contabilidade: aspectos relevantes da epopéia da evolução. **Revista Cont. Fin. – USP**, São Paulo, n. 38, p. 7 – 19, Maio/Ago. 2005. Disponível em: <http://www.eac.fea.usp.br/eac/revista/todos_art.asp> Acesso em: 03 jun.2008.

KANE, Edward J. *Continuing dangers of disinformation in corporate accounting reports. National Bureau of Economic Research. Cambridge*, abr./ 2003. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w9634.pdf>> Acesso em: 01 de setembro de 2008.

MAGLIANO FILHO, Raimundo. **IBRI News**. Ano VIII n. 101. ed. 15 de janeiro de 2007. Disponível em: <http://www.acionista.com.br/ibri/IBRI_News_101.pdf>. Acesso em: 15 de julho de 2008.

MAHONEY, William F. **Relações com investidores**. O Guia dos Profissionais para *marketing* financeiro e comunicação. Rio: IMF, 1997.

MARION, José Carlos. **Contabilidade empresarial**. São Paulo: Atlas, 2003.

MARSSTON, Claire; STRAKER, Michelle. *Investor relations: a european survey. Corporate Communications: An International Journal*, v.6. n. 2, p. 82-93 2001. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/Insight/ViewContentServlet?Filename=Published/EmeraldFullTextArticle/Articles/1680060204.html>>. Acesso em: 01 de setembro de 2008.

MARTINEZ, Ana Paula. **Política de divulgação de informações no âmbito do mercado de capitais**. V Concurso de Monografia da Comissão de Valores Mobiliários. São Paulo, 2004. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acad%C3%AAmico/Concursodemonografia/%C3%9Altimosresultados/tabid/182/Default.aspx>> Acesso em: 03 de julho de 2008.

MASER, Siegfried. **Fundamentos de teoria geral da comunicação**: uma introdução a seus métodos e conceitos fundamentais. Traduzido por Leônidas Hegenberg. São Paulo, EPU, EDUSP, 1975.

MENDES-DA-SILVA, Wesley; MAGALHÃES FILHO, Paulo Azevedo de Oliveira. Determinantes da disseminação voluntária de informações financeiras na *internet*. **RAE-eletrônica**, v. 4, n. 2, Art. 19, jul./dez. 2005. Disponível em: <<http://www.rae.com.br/artigos/2388.pdf>>. Acesso em: 01 de setembro de 2008.

NIYAMA, Jorge Katsumi. **Contabilidade Internacional**. São Paulo: Atlas, 2006.

PARKER, Richard G. *The role of dividends in valuation models used by analysts and fund managers. European Accounting Review*, v. 8, jul./1999, p. 195-218. Disponível em: <<http://www.informaworld.com/smpp/content~content=a713764808~db=all>>. Acesso em: 01 de setembro de 2008.

PEEK, Erik. *The influence of accounting changes on financial analysts' forecast accuracy and forecasting superiority: evidence from the Netherlands. European Accounting Review*, v.14 n.2, 2005. Disponível em:

<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=740926>. Acesso em: 01 de setembro de 2008.

PROCIANOY, Jairo Laser; ROCHA, Carlos Fernando Paleo da. **Disclosure das cias abertas: um estudo exploratório do departamento de relações com investidores.**

ENANPAD 2002. Disponível em:

<http://www.anpad.org.br/evento.php?acao=trabalho&cod_edicao_subsecao=49&cod_evento_edicao=6&cod_edicao_trabalho=2516> Acesso em: 03 de julho de 2008.

_____; SCHNORRENBURGER Adalberto. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**. vol.58 nº.1 Rio de Janeiro Jan./Mar. 2004. Disponível em:

www.scielo.br/scielo.php?pid=S0034-71402004000100006&script=sci_arttext&tlng=en

Acesso em 10 de setembro de 2008.

Revista BOVESPA. **Ombudsman cresce a demanda do mercado**. abril/junho/2008. Disponível em:

<<http://www.bovespa.com.br/InstSites/RevistaBovespa/106/Ombudsman.shtml>>. Acesso em: 03 de julho de 2008.

Revista EXAME Melhores e Maiores. Editora Abril. Revista Julho, 2006.

Revista GUIA IMF Companhias abertas. IMF Ltda. Revista ed. 2007/2008.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

ROSS, Stephen A; WESTERFIELD, Randolph W; JAFFE Jeffrey F. **Administração financeira**. Tradução Antonio Zorato Sanvicente. São Paulo: Atlas, 2007. Título original: *Corporate finance*.

SANTAELLA Lúcia. **O que é semiótica**. 14. ed. São Paulo: Brasiliense, 1998.

_____; Nöth, Winfried. **Comunicação e semiótica**. São Paulo: Hacker, 2004.

SANTOS, José Luiz dos. *et al.* **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2007.

STEVENSON, William J. **Estatística aplicada à administração**. São Paulo: Harbra, 2001.

TREIGER, José Marcos. Artigo Relações Com Investidores: Navegando no Mercado Global, com *Investment Grade*. **Revista RI – Relações com Investidores**, n. 122, Maio/2008.

VASCONCELOS, Yumara Lúcia. **Revista Brasileira de Contabilidade**, Brasília, ano 31, n. 136, p.38-47, jul./ago. 2002.

WOMACK, Kent L. *Do brokerage analysts' recommendations have investment value?* *The Journal of Finance*, v. LI, n.1. Março/1996, p. 137-167. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/2329305>>. Acesso em: 01 de setembro de 2008.

APÊNDICES

APÊNDICE A - Justificativa das empresas que não responderam ao questionário

Dentre as empresas que não responderam ao questionário, quatro manifestaram-se, no intuito de justificar o motivo da não participação na pesquisa. O teor dessas mensagens é transcrito, sem mencionar a referida empresa, pelo sigilo a que a pesquisa se compromete.

Empresa nº. 1: “As informações que a nossa empresa divulga para trabalhos discentes estão disponíveis no *site* institucional e no *site* de Relações com Investidores da Companhia. Agradecemos o interesse pela nossa empresa e desejamos sucesso em sua pesquisa.

Atenciosamente,

Departamento de Relações com Investidores”.

Empresa nº. 2: “A nossa empresa atende às solicitações de pesquisas elaboradas por organismos Nacionais ou Internacionais com aplicação de dados e resultados claramente definidos, tanto para o organismo que solicita, quanto para própria empresa.

As Informações sobre Relações com Investidores disponíveis ao público podem ser encontradas no *site* da nossa empresa no *link*: Investidores”.

Empresa nº. 3: “Agradecemos o seu contato e confiança na nossa empresa. Entretanto, infelizmente, os nossos atendimentos ao meio acadêmico – devido à alta demanda que já estamos atendendo e para garantir a qualidade de nossas informações - estão suspensos. Nesse momento, nossos esforços estão concentrados em estudantes de mestrados e doutorados que já estão desenvolvendo algum *case* / trabalho junto com a nossa empresa. E mesmo para esse público, pelos mesmos motivos, novas solicitações, temporariamente, não estão sendo aceitas. Em breve, esperamos poder atendê-los com a devida atenção e cuidado.

Aproveito a oportunidade para informá-la que você pode encontrar diversas informações institucionais da nossa empresa em nosso *site* - ou no *site* do nosso Relatório Anual 2006.

Desejamos boa sorte e sucesso na condução do seu trabalho. Estou à sua disposição para qualquer outro esclarecimento.

Atenciosamente,

Diretora de RI.

Empresa nº. 4: “Primeiramente, agradecemos pelo seu contato e informamos que trabalhamos para manter nosso *website* sempre atualizado. Infelizmente, por sermos uma empresa com quadro enxuto de colaboradores, não dispomos de recursos para participar da pesquisa.

Atenciosamente,

Relações com Investidores”.

Destaca-se outra empresa, que se prontificou a colaborar com a pesquisa, na condição de que fosse enviada uma cópia do resultado do trabalho, pelo qual a pesquisadora se comprometeu e obteve a resposta da empresa, cujo teor da solicitação transcreve-se, a seguir:

Empresa nº. 5: “A nossa empresa agradece o seu interesse e aproveita para explicar que, devido à quantidade de pesquisas respondidas por nosso departamento, adotamos a política de somente responder as pesquisas em que teremos acesso (envio por *e-mail*) ao resultado após sua finalização. Será possível o envio do resultado se sua pesquisa ao final da mesma? Aguardo seu retorno”.

Empresa nº. 6: “ Sra. Vera Marleide Loureiro dos Anjos. Primeiramente gostaríamos de agradecer o envio do seu *e-mail*. Para que possamos ajudar no seu questionário solicitamos que o mesmo nos seja enviado através de arquivo, sem acesso a *links*. Colocamo-nos à disposição para qualquer esclarecimento.

Atenciosamente,

Chefe da Divisão de Relações com Investidores”.

APÊNDICE B - *E-mails* para o Departamento de Relações com Investidores e o de Analistas de Investimentos

E-mail enviado ao RI

Prezado Profissional de RI

Solicitamos a sua opinião a um questionário que subsidiará a pesquisa em Contabilidade por meio da Dissertação da Mestranda Vera Marleide, da Universidade de Brasília - UnB, sob a orientação do Prof. Dr. José Jaloretto, que tem como tema "A UTILIDADE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS PARA A TOMADA DE DECISÕES SOB A ÓTICA DOS ANALISAS DE INVESTIMENTOS E DOS PROFISSIONAIS DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES - RI". O tema da dissertação denota quão valiosa será a sua colaboração, motivo pelo qual antecipamos nossos agradecimentos.

Para acesso ao questionário [clique aqui](#). Ou acesse <http://pgfacil.com.br/pesquisa/vera/ri.php>

Vera Marleide Loureiro dos Anjos
Mestranda UnB

Email enviado à APIMEC

Senhor Alexandre,
C/C APIMEC

Conforme acordado, estamos enviando o questionário a ser repassado aos Analistas de Investimentos para subsidiar a pesquisa acadêmica em Contabilidade, que tem como tema: A UTILIDADE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS PARA A TOMADA DE DECISÕES SOB A ÓTICA DOS ANALISTAS DE INVESTIMENTOS E PROFISSIONAIS DE RI".

Salientamos a valiosa colaboração desses profissionais emitindo as suas opiniões. Agradecemos antecipadamente a colaboração de todos.

Para acessar o questionário [clique aqui](#). Ou acesse www.pgfacil.com.br/pesquisa/vera/analistas.php

Atenciosamente,

Vera Marleide Loureiro dos Anjos
Mestranda UnB

Segundo e-mail enviado aos analistas, por intermédio da APIMEC.

Prezado Analista,

Solicito 10 minutos do seu precioso tempo, para responder a um questionário que subsidiará a pesquisa acadêmica em Contabilidade que tem como tema: A UTILIDADE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS PARA A TOMADA DE DECISÕES SOB A ÓTICA DOS ANALISTAS DE INVESTIMENTOS E PROFISSIONAIS DE RI. O tema demonstra quão preciosa é a sua colaboração, motivo pelo qual agradeço antecipadamente. Para acessar o questionário [clique aqui](#) ou acesse www.pgfacil.com.br/pesquisa/vera/analistas.php

Atenciosamente,

Vera Marleide Loureiro dos Anjos

Mestranda UnB

APÊNDICE C - Carta de apresentação do Orientador e Questionário RI



U n B
Universidade
de Brasília



U F P B
Universidade Federal
da Paraíba



U F P E
Universidade
Federal
de Pernambuco



U F R N
Universidade Federal do
Rio Grande do Norte

Programa Multidisciplinar e Inter-Regional em Ciências Contábeis

Brasília – DF, 26 de novembro de 2007.

Prezado (a) Senhor (a)

Apresentamos a mestrandia Vera Marleide Loureiro dos Anjos, aluna do Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação das Universidades Federais de Brasília, de Pernambuco, da Paraíba e do Rio Grande do Norte, sob a minha orientação, a qual está em fase de coletar as opiniões de Analistas de Investimentos e Profissional de Relações com Investidores, para a elaboração da Dissertação de Mestrado.

A Dissertação tem como tema: **“A utilidade das Demonstrações Contábeis para a tomada de decisões sob a ótica dos Analistas de Investimentos e dos Profissionais de Relações com os Investidores – RI”**, cujo principal objetivo é identificar quais os demonstrativos contábeis mais utilizados pelos analistas de investimentos na avaliação das empresas, e, se esses relatórios, de fato, subsidiam a tomada de decisão.

Na qualidade de orientador, pedimos **a gentileza, aos Profissionais de Relações com Investidores, de responderem o questionário abaixo, por meio do qual estarão dando valiosa colaboração à pesquisa em Contabilidade.**

Para esta pesquisa, foram selecionadas as empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA, especialmente as empresas que compõem o IBOVESPA, bem como as companhias que tenham sido listadas na Revista Exame, edição Melhores e Maiores da Editora Abril, ano 2007. Desta forma, estamos coletando as opiniões dos Profissionais de RI dessas empresas.

Por se tratar de um trabalho acadêmico, comprometemo-nos com o sigilo das informações. Portanto, as empresas serão analisadas de forma consolidada, sem que haja a identificação individual dos resultados.

Agradecemos, antecipadamente, seu empenho e sua colaboração.

Prof. Dr. José Gilberto Jaloretto
Orientador – UnB Telefone UnB (061) 3307 2568
@-mail: jgjaloretto@hotmail.com

PARTE I – PERFIL DO ENTREVISTADO – Relações com Investidores

1) Gênero: Masculino Feminino

2) Idade:

Menos de 21 21 -30 31 - 40 41 - 50 51 – 60 Mais de 60

3) Função que exerce:

4) Qual a sua qualificação profissional?

Contabilidade

Administração

Economia

Engenharia Civil

Outro:

5) Em qual das categorias de titulação de pós-graduação se enquadra?

Graduado

Especialista

Mestre

Doutor

Pós-doutor

Especificar o curso:

6) Tempo de atuação como profissional de Relação com Investidor. Anos

PARTE II – Informações da Contabilidade da sua Empresa – Relações com Investidores

Obs.: Há questões em que são possíveis mais de uma alternativa.

7) Nome da sua empresa:

8) A sua empresa elabora os demonstrativos contábeis de acordo com os padrões internacionais IFRS ou US GAAP?

sim não em implementação

9) Além dos demonstrativos contábeis e ou relatórios elaborados pela contabilidade, em atendimento à legislação, a empresa elabora outros relatórios com informações adicionais? sim não

10) Em caso positivo, quais são esses relatórios?**11) Quais os motivos para a empresa elaborar esses relatórios?**

- os demonstrativos exigidos legalmente não são suficientes para prover as necessidades do mercado;
- por solicitação dos analistas financeiros;
- outros, especificar.

12) Quais as demandas mais freqüentes dos analistas financeiros que acompanham o desempenho da sua empresa?

- interpretação dos dados contábeis;
- solicitação de dados relevantes e ou necessários;
- esclarecimentos em face de incoerência entre os dados numéricos e os relatórios;
- outros, especificar.

13) Qual a periodicidade de contato com o analista financeiro ou analistas que avaliam a sua empresa?

- trimestral mensal semanal outros

14) No caso específico de indicadores financeiros, estes já são disponibilizados pela contabilidade?

- sim não às vezes

15) Os demonstrativos adicionais são elaborados:

- pelo próprio departamento de contabilidade;
- pelo profissional de RI
- pela administração financeira;
- pela auditoria externa;
- outros, especificar.

16) Na sua percepção, a contabilidade, por meio das demonstrações contábeis, informa a situação econômica, financeira e operacional da sua empresa aos usuários externos?

- sim não às vezes

17) Em caso negativo, ou parcial, isso ocorre em face de:

- defasagem de tempo na publicação das demonstrações financeiras;
- o conteúdo ser demasiadamente técnico;
- as informações não serem importantes para os usuários externos;
- relatórios muito extensos;
- outros, especificar.

18) Na sua percepção, a contabilidade, por meio das demonstrações contábeis elaboradas na sua empresa:

Auxilia a tomada de decisões interna.	<input type="checkbox"/> sim	<input type="checkbox"/> não	<input type="checkbox"/> às vezes
É utilizada como prestação de contas administrativas.	<input type="checkbox"/> sim	<input type="checkbox"/> não	<input type="checkbox"/> às vezes
Atende, de forma eficaz, aos analistas financeiros.	<input type="checkbox"/> sim	<input type="checkbox"/> não	<input type="checkbox"/> às vezes
Atinge plenamente os objetivos a que se propõe.	<input type="checkbox"/> sim	<input type="checkbox"/> não	<input type="checkbox"/> às vezes
É de grande utilidade para as decisões de investimentos a qualquer usuário que tenha o interesse de verificar o desempenho da empresa.	<input type="checkbox"/> sim	<input type="checkbox"/> não	<input type="checkbox"/> às vezes
Reflete a realidade econômico-financeira da empresa tanto aos usuários internos quanto os externos.	<input type="checkbox"/> sim	<input type="checkbox"/> não	<input type="checkbox"/> às vezes
Outros especificar. <input type="text"/>	<input type="checkbox"/> sim	<input type="checkbox"/> não	<input type="checkbox"/> às vezes

19) Caso a sua resposta à questão anterior não tenha sido “sim de forma unânime”, qual a sua sugestão para que a contabilidade seja eficaz e cumpra o seu objetivo de prover os seus usuários com informações úteis e relevantes?

20) Espaço livre para opiniões, críticas e ou sugestões:

APÊNDICE C 1 - Carta de Apresentação do Orientador e Questionário Analistas



UnB
Universidade
de Brasília



UFPB
Universidade Federal da Paraíba



UFPE
Universidade Federal
de Pernambuco



UFRN
Universidade Federal do Rio
Grande do Norte

Programa Multidisciplinar e Inter-Regional em Ciências Contábeis

Brasília – DF, 26 de novembro de 2007.

Prezado (a) Senhor (a)

Apresentamos a mestrandia Vera Marleide Loureiro dos Anjos, aluna do Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação das Universidades Federais de Brasília, de Pernambuco, da Paraíba e do Rio Grande do Norte, sob a minha orientação, a qual está em fase de coletar as opiniões de Analistas de Investimentos e Profissional de Relações com Investidores para a elaboração da Dissertação de Mestrado.

A Dissertação tem como tema: “**A utilidade das Demonstrações Contábeis para a tomada de decisões sob a ótica dos Analistas de Investimentos e dos Profissionais de Relações com os Investidores – RI**”, cujo principal objetivo é identificar quais os demonstrativos contábeis mais utilizados pelos analistas de investimentos na avaliação das empresas, e, se esses relatórios, de fato, subsidiam a tomada de decisão.

Antecipamos nossos agradecimentos à Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais APIMEC – DF, nas pessoas do presidente Sr. Alexandre Guimarães e Vice-presidente Sr. Adonis Assumpção Pereira Júnior, pela parceria neste projeto propondo-nos a encaminhar o questionário a todos os seus associados.

Na qualidade de orientador, **pedimos a gentileza aos Analistas de Investimentos, de responderem o questionário abaixo, por meio do qual estarão dando valiosa colaboração à pesquisa em Contabilidade.**

Por se tratar de um trabalho acadêmico, comprometemo-nos com o sigilo das informações. Portanto, as empresas serão analisadas de forma consolidada, sem que haja a identificação individual dos resultados.

Agradecemos, antecipadamente, seu empenho e sua colaboração, bem como reiteramos nossos agradecimentos e considerações à APIMEC-DF.

Prof. Dr. José Gilberto Jaloretto
Orientador – UnB Telefone UnB (061) 3307 2568
@-mail: jgjaloretto@hotmail.com

PARTE I – PERFIL DO ENTREVISTADO – Analistas de Investimentos

1) Gênero: Masculino Feminino

2) Idade:

Menos de 21 21 - 30 31 - 40 41 - 50 51 - 60 Mais de 60

3) Função que exerce:

4) Qual a sua qualificação profissional?

- Contabilidade
 Administração
 Economia
 Engenharia Civil

Outro:

5) Em qual das categorias de titulação de pós-graduação se enquadra?

- Graduado
 Especialista
 Mestre
 Doutor
 Pós-doutor

Especificar o curso:

6) Tempo de atuação como Analista de Investimentos. Anos

PARTE II – Atividades do Entrevistado – Analistas de Investimentos

7) Nome da sua empresa:

8) Quais os tipos de análise mais utilizados na avaliação de investimentos?

- Análise Fundamentalista Análise Grafista Ambas

9) Avalia e ou acompanha empresas de quais setores?

- Instituições Financeiras
 Indústria
 Comércio
 Serviços

- Todos os setores
outros, especificar

10) Dentre essas empresas, quantas apresentam os demonstrativos contábeis de acordo com os padrões internacionais IFRS ou US GAAP?

- menos de 25%
 entre 25% e 50%
 entre 51 e 75%
 superior a 75%
 não disponho dessa informação

11) Quais os demonstrativos contábeis e ou relatórios utilizados em suas atividades?

- Balanço Patrimonial
 Demonstração do Resultado do Exercício
 Demonstração do Fluxo de Caixa
 Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido.
 Relatório da Administração
 Notas Explicativas

Outros, especificar:

12) Quais os demonstrativos contábeis e ou relatórios imprescindíveis à avaliação da saúde financeira de uma empresa e que são utilizados para a sua tomada de decisão?

13) Das empresas que são avaliadas por você e dentre os demonstrativos disponibilizados pela contabilidade da empresa, qual o percentual de utilização desses demonstrativos na execução de suas atividades?

- menos de 50%
 de 50 a 70 %
 de 70 a 85%
 de 85 a 95%
 100%

14) As informações contidas nos demonstrativos e nos relatórios contábeis são suficientes para a interpretação da situação econômico-financeira da empresa e ou para a avaliação de ativos?

- suficientes

- parcialmente suficientes
 insuficientes;

15) Em caso de as informações não serem suficientes, de que maneira são obtidas as informações adicionais?

- o próprio profissional reelabora esses demonstrativos;
 solicita as informações ao profissional de RI da empresa;
 avalia as tendências do setor;

outros, especificar.

16) No caso específico de indicadores financeiros, estes já são disponibilizados pela contabilidade da empresa que está divulgando as informações?

- sim não às vezes

17) No caso de solicitação de informações ao profissional de RI da empresa, quais são as demandas mais frequentes?

- interpretação dos dados contábeis;
 solicitação de dados relevantes e ou necessários;
 solicita esclarecimentos em face de incoerência entre os dados numéricos e os relatórios;
 outras informações, especificar.
 solicita informações a outros profissionais além do RI, especificar.

18) Para a sua tomada de decisão em sugerir determinado ativo de uma empresa, considerando que a mesma possui todos os atributos listados, enumere de 1 a 5, sendo o nº. 1 para o menor e o nº. 5 para o maior grau de relevância dessas informações.

- demonstrações contábeis consistentes e com rentabilidade;
 rating emitido por empresas especializadas;
 conceito da Empresa de Auditoria emissora do Parecer;
 rentabilidade com responsabilidade social e ambiental;
 performance da administração;
 outros, especificar.

19) Considerando o acompanhamento das empresas pelos analistas, qual a periodicidade da análise dos demonstrativos contábeis?

20) Qual a periodicidade de contato com o profissional de RI?

trimestral mensal semanal outros

21) Para quem é enviado o seu trabalho?

- para a empresa avaliada
 para a empresa à qual é vinculado
 publicado
 outros

22) Caso o seu trabalho seja enviado a uma outra área, para fins de decisão são acrescentados novos dados?

- sim, dados do mercado;
 sim, dados específicos da área de segmento do mercado da empresa;
 não, todas essas alternativas já foram verificadas na análise;
 outros, especificar

23) Na sua percepção a contabilidade, por meio das demonstrações contábeis, informa a situação econômica, financeira e operacional das entidades?

- sim, concordo plenamente;
 sim, concordo parcialmente;
 não, discordo plenamente.

24) Em caso negativo, ou se concorda parcialmente isso ocorre em face de:

- defasagem de tempo na publicação das demonstrações financeiras;
 o conteúdo ser demasiadamente técnico;
 as informações não serem importantes para as suas atividades;
 os relatórios serem muito extensos e desprovidos de objetividade;
 outros, especificar.

25) Caso a sua resposta à questão 23 não tenha sido: “sim, concordo plenamente” qual a sua sugestão para que a contabilidade seja eficaz e cumpra o seu objetivo de prover os seus usuários com informações úteis e relevantes?

26) Utiliza um modelo próprio (ajustes dos dados contábeis) para o cálculo dos indicadores e avaliação do desempenho da empresa, ou se detém exclusivamente nas informações contábeis divulgadas pela empresa?

modelo próprio informações divulgadas pela empresa ambos

27) Espaço livre para comentários, sugestões e ou críticas

28) Utilize a escala de nº. 1 para o indicador de menor importância e 3 para o de maior importância, sendo as demais numerações intermediárias.

INDICADOR		Utilização				
1	ROE Retorno sobre o Patrimônio Líquido	<input type="checkbox"/> Sim	<input type="checkbox"/> Não	<input type="checkbox"/> 1	<input type="checkbox"/> 2	<input type="checkbox"/> 3
2	ROA Retorno sobre os Ativos	<input type="checkbox"/> Sim	<input type="checkbox"/> Não	<input type="checkbox"/> 1	<input type="checkbox"/> 2	<input type="checkbox"/> 3
3	Margem de Lucro ou Retorno sobre as Vendas	<input type="checkbox"/> Sim	<input type="checkbox"/> Não	<input type="checkbox"/> 1	<input type="checkbox"/> 2	<input type="checkbox"/> 3
4	Rotação de Ativos	<input type="checkbox"/> Sim	<input type="checkbox"/> Não	<input type="checkbox"/> 1	<input type="checkbox"/> 2	<input type="checkbox"/> 3
5	Índice de Liquidez Corrente	<input type="checkbox"/> Sim	<input type="checkbox"/> Não	<input type="checkbox"/> 1	<input type="checkbox"/> 2	<input type="checkbox"/> 3
6	Índice de Liquidez Imediata	<input type="checkbox"/> Sim	<input type="checkbox"/> Não	<input type="checkbox"/> 1	<input type="checkbox"/> 2	<input type="checkbox"/> 3
7	Índice de Cobertura de Juros	<input type="checkbox"/> Sim	<input type="checkbox"/> Não	<input type="checkbox"/> 1	<input type="checkbox"/> 2	<input type="checkbox"/> 3
8	Índice de Endividamento	<input type="checkbox"/> Sim	<input type="checkbox"/> Não	<input type="checkbox"/> 1	<input type="checkbox"/> 2	<input type="checkbox"/> 3
9	Giro do Ativo Total	<input type="checkbox"/> Sim	<input type="checkbox"/> Não	<input type="checkbox"/> 1	<input type="checkbox"/> 2	<input type="checkbox"/> 3
10	Giro de Contas a Receber	<input type="checkbox"/> Sim	<input type="checkbox"/> Não	<input type="checkbox"/> 1	<input type="checkbox"/> 2	<input type="checkbox"/> 3
11	Giro de Estoques	<input type="checkbox"/> Sim	<input type="checkbox"/> Não	<input type="checkbox"/> 1	<input type="checkbox"/> 2	<input type="checkbox"/> 3
12	Quociente de Mercado para Valor Contábil	<input type="checkbox"/> Sim	<input type="checkbox"/> Não	<input type="checkbox"/> 1	<input type="checkbox"/> 2	<input type="checkbox"/> 3
13	Índice Preço/Lucro	<input type="checkbox"/> Sim	<input type="checkbox"/> Não	<input type="checkbox"/> 1	<input type="checkbox"/> 2	<input type="checkbox"/> 3
14	Quociente dos Lucros para o Preço	<input type="checkbox"/> Sim	<input type="checkbox"/> Não	<input type="checkbox"/> 1	<input type="checkbox"/> 2	<input type="checkbox"/> 3
15	Lucro por Ação LPA	<input type="checkbox"/> Sim	<input type="checkbox"/> Não	<input type="checkbox"/> 1	<input type="checkbox"/> 2	<input type="checkbox"/> 3
16	EBITDA	<input type="checkbox"/> Sim	<input type="checkbox"/> Não	<input type="checkbox"/> 1	<input type="checkbox"/> 2	<input type="checkbox"/> 3

17	PL a Preços de Mercado/EBTIDA	<input type="checkbox"/> Sim	<input type="checkbox"/> Não	<input type="checkbox"/> 1	<input type="checkbox"/> 2	<input type="checkbox"/> 3
18	Payout	<input type="checkbox"/> Sim	<input type="checkbox"/> Não	<input type="checkbox"/> 1	<input type="checkbox"/> 2	<input type="checkbox"/> 3
19	Dividend Yield	<input type="checkbox"/> Sim	<input type="checkbox"/> Não	<input type="checkbox"/> 1	<input type="checkbox"/> 2	<input type="checkbox"/> 3
20	Taxa de Crescimento Sustentável	<input type="checkbox"/> Sim	<input type="checkbox"/> Não	<input type="checkbox"/> 1	<input type="checkbox"/> 2	<input type="checkbox"/> 3
21	Fl.cx. das Atividades Operacionais	<input type="checkbox"/> Sim	<input type="checkbox"/> Não	<input type="checkbox"/> 1	<input type="checkbox"/> 2	<input type="checkbox"/> 3
22	Fl.cx. das Atividades de Investimento	<input type="checkbox"/> Sim	<input type="checkbox"/> Não	<input type="checkbox"/> 1	<input type="checkbox"/> 2	<input type="checkbox"/> 3
23	Fl.cx. das Atividades de Financiamento	<input type="checkbox"/> Sim	<input type="checkbox"/> Não	<input type="checkbox"/> 1	<input type="checkbox"/> 2	<input type="checkbox"/> 3
24	Outros <input type="text"/>	<input type="checkbox"/> Sim	<input type="checkbox"/> Não	<input type="checkbox"/> 1	<input type="checkbox"/> 2	<input type="checkbox"/> 3
25	Outros <input type="text"/>	<input type="checkbox"/> Sim	<input type="checkbox"/> Não	<input type="checkbox"/> 1	<input type="checkbox"/> 2	<input type="checkbox"/> 3

APÊNDICE D - Empresas participantes da Pesquisa

Tabela D-1. Amostra das Empresas participantes da Pesquisa Profissional de RI.

	Empresa	Sede
1	Açúcar Guarani S.A.	SP
2	ALL - América Latina Logística S.A.	PR
3	Aracruz Celulose S.A.	ES
4	Banco Bradesco S.A.	SP
5	Banco Bradesco S.A.	SP
6	Banco Bradesco S.A.	SP
7	Banco Cruzeiro do Sul S.A.	SP
8	Banco do Brasil S.A.	DF
9	Banco do Brasil S.A.	DF
10	Banco Itaú Holding Financeira S.A.	SP
11	Braskem S.A.	SP
12	Camargo Corrêa Cimentos S.A.	SP
13	Camargo Corrêa Desen. Imobiliário S.A.	SP
14	Companhia de Concessões Rodoviárias - CCR	SP
15	CEMIG Distribuição S.A.	MG
16	Centras elétricas Brasileiras S.A. Eletrobrás	DF
17	Cia. de Transmissão de Energia Elétrica Paulista	SP
18	Companhia Paranaense de Energia - Copel	PR
19	Company S.A.	SP
20	Companhia Siderúrgica Nacional - CSN	RJ
21	EDP - Energias do Brasil S.A.	SP
22	Embraer Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A.	SP
23	Eternit S.A.	SP
24	Eztec S.A.	SP
25	Gerdau S.A.	RJ
26	Grendene S.A.	CE
27	HC Donin Contabilidade Ltda.	SP
28	JBS S.A.	SP
29	KLABIN S.A.	SP
30	Kroton Educacional S.A.	RJ
31	Localiza Rent a Car S.A.	MG
32	Log-In Logística Intermodal S.A.	RJ
33	Mahle Metal Leve S.A.	SP
34	Marcopolo S.A.	RS
35	Metalfrio Solutions S.A.	SP
36	Metalfrio Solutions S.A.	SP
37	Obrascon Huarte Lain Brasil S.A. - OHL Brasil	SP
38	Osfe Auditoria Contábil Ltda.	SP
39	Renar Maças S.A.	SC
40	Rodobens Negócios Imobiliários S.A.	SP
41	SLC Agrícola S.A.	RS
42	Souza Cruz S.A.	RJ
43	Tim Participações S.A.	RJ
44	Trevisa Investimentos S.A.	RS
45	Triunfo Participações e Investimentos S.A.	RS
46	Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. - Usiminas	MG
47	Vector Contadores	DF
48	Weg S.A.	SC
49	Empresa não identificada	
50	Empresa não identificada	

Tabela D-2. Amostra das Empresas participantes Analistas de Investimentos

	Empresa
1	ABN Amro
2	Adviser Asset Management
3	Adviser Gestão de Patrimônio Limitado
4	Ágora Sênior CTVM
5	Ágora Sênior CTVM
6	Ativa Corretora de Valores
7	Gestor de Carteiras Autônomo
8	Banco Bradesco S.A.
9	Banco Bradesco S.A.
10	Banco Cooperativo Sicredi S.A.
11	Banco do Brasil S. A.
12	Banco do Brasil S. A.
13	Banco do Rio Grande do Sul S.A.
14	CAIXA Econômica Federal
15	CAIXA Econômica Federal
16	CAIXA Econômica Federal
17	CAIXA Econômica Federal
18	CAIXA Econômica Federal
19	CAIXA Econômica Federal
20	CERES Fundação de Seguridade Social
21	Debrexe Divulgação
22	Debrexe Divulgação
23	Eco Assessoria Ltda.
24	Empresa Gestoras de Ativo - EMGEA
25	Fazenda Bela Vista I
26	FUNCEF Fundação dos Economiários Federais
27	FUNCEF Fundação dos Economiários Federais
28	FUNCEF Fundação dos Economiários Federais
29	FUNCEF Fundação dos Economiários Federais
30	Fundação Banrisul de Seguridade Social
31	Fundação de Seguridade Social
32	Fundamenta - Administração de Recursos
33	Fundamenta - Administração de Recursos
34	Fundo de Pensão
35	Gestor de Carteiras Autônomo
36	Gestor de Carteiras Autônomo
37	Gestor de Carteiras Autônomo
38	INI - Instituto Nacional de Investidores - M. O.
39	Kapital Projetos
40	Kapital Projetos
41	Não identificou a empresa
42	Não identificou a empresa
43	Não identificou a empresa
44	Nigin Invest
45	OpenInvest
46	Planner Corretora de Valores S.A.
47	Serviço Social do Comércio
48	Terracap Companhia Imobiliária de Brasília
49	UNIPAR Universidade Paranaense
50	XP Investimentos

APÊNDICE E - Testes Estatísticos

Tabela D-3. Correlações entre as Atividades de RI

Variáveis	Variáveis	Valor	Nível de Significância
Elabora Relatórios Adicionais	Solicitação Analistas	4,1	0,043
Elaborações demonstrativos adicic	Solicitação dados relevantes e ou necess:	12,3	0,000
A Contab. informa sit. econ-financ	Elabora demonstr. Padrões Internacionai	10,2	0,036
A Contab. informa sit. econ-financ	Ind. Financeiros disponibilizados pela C	18,3	0,001
A Contab. informa sit. econ-financ	Demonst. Adicionais elab. Adm. Financ	10,1	0,006
A Contab. auxilia a tomada de dec	Ind. Financeiros disponibilizados pela C	11,3	0,023
A Contab. auxilia a tomada de dec	Cont. informa situação econômico-finan	13,5	0,009
A Contab. como prestação contas :	Elabora demonstrações adicionais	9,17	0,010
A Contab. como prestação contas :	Solicitação dados relevantes e ou necess:	7,51	0,023
A Contab. como prestação contas :	A Contab. auxilia a tomada de decisão	11,8	0,018
A Cont. atende eficazmente aos an	Solicitação dados relevantes e ou necess:	6,77	0,034
A Cont. atende eficazmente aos an	A Contab. informa sit. econ-financeira	17,8	0,001
A Cont. atende eficazmente aos an	A Contabilidade auxilia a tomada de dec	15,2	0,004
A Cont. atende eficazmente aos an	A Contab. como prestação contas adm.	12,6	0,013
A Cont. atinge plenamente os obje	Demonstrativos legais não suficientes	6,47	0,039
A Cont. atinge plenamente os obje	Ind. Financeiros disponibilizados pela C	11,0	0,026
A Cont. atinge plenamente os obje	A contab. Informa a situação econômico	27,8	0,001
A Cont. atinge plenamente os obje	A Contab. auxilia a tomada de decisão	19,8	0,001
A Cont. atinge plenamente os obje	A Contab. como prestação contas adm.	11,9	0,018
A Cont. atinge plenamente os obje	A Cont. atende eficazmente aos analistas	26,3	0,001
A Cont. grande utilidade dec. Inve	Elabora demonstr. Padrões Internacionai	13,1	0,010
A Cont. grande utilidade dec. Inve	Demonstrativos legais não suficientes	6,77	0,034
A Cont. grande utilidade dec. Inve	A contab. Informa a situação econômico	29,0	0,001
A Cont. grande utilidade dec. Inve	A Contabilidade auxilia a tomada de dec	33,5	0,001
A Cont. grande utilidade dec. Inve	Demonstrativos adicionais elaborados A	10,2	0,036
A Cont. grande utilidade dec. Inve	A Cont. atende eficazmente aos analistas	11,2	0,024
A Cont. grande utilidade dec. Inve	A Cont. atinge plenamente os objetivos	15,1	0,004
A Cont. reflete a real. econômico-	A Contab. Informa a situação econômico	17,9	0,001
A Cont. reflete a real. econômico-	A Contab. auxilia a tomada de decisão	32,7	0,001
A Cont. reflete a real. econômico-	A Cont. atende eficazmente aos analistas	18,7	0,001
A Cont. reflete a real. econômico-	A Cont. atinge plenamente os objetivos	29,1	0,001
A Cont. reflete a real. econômico-	A Cont. grande utilidade dec. Investimer	31,9	0,001

Tabela D-4 Correlações entre as Atividades dos Analistas

Variáveis	Variáveis	Valor	Nível de Significância
Setor indústria	Setor financeiro	4,363	0,037
Setor comércio	Setor indústria	25,802	0,001
Setor serviço	Setor indústria	5,662	0,017
Setor Serviços	Setor comércio	17,338	0,001
Utilização DRE	Balanço Patrimonial	25,322	0,000
Utilização Demonstrativos Fluxos de Caixa	Balanço Patrimonial	10,524	0,001
Utilização Demonstrativos Fluxos de Caixa	DRE	5,254	0,022
Utilização Demonstrativos Fluxos de Caixa	Setor comércio	7,457	0,024
Utilização Relatório da Administração	Balanço Patrimonial	16,097	0,000
Utilização Relatório da Administração	DRE	15,154	0,000
Utilização Relatório da Administração	Demonstrativos Fluxos de Caixa	9,483	0,002
Utilização das Notas Explicativas	Setor serviço	5,689	0,058
Utilização das Notas Explicativas	Balanço Patrimonial	15,352	0,000
Utilização das Notas Explicativas	DRE	9,583	0,002
Utilização das Notas Explicativas	Demonstrativos Fluxos de Caixa	9,480	0,002
Utilização das Notas Explicativas	Relatório de Administração	11,490	0,001
Utilização todos os demonstrativos	Setor comércio	5,993	0,014
Utilização todos os demonstrativos	Todos os setores	22,081	0,000
Utilização todos os demonstrativos	DRE	22,646	0,000
Utilização todos os demonstrativos	Demonstrativos Fluxos de Caixa	9,443	0,002
Utilização todos os demonstrativos	Relatório de Administração	10,099	0,001
Utilização todos os demonstrativos	Notas explicativas	6,105	0,013
Informações par. suficientes sit. Econômico-financeira	Setor serviço	9,492	0,009
Informações par. suficientes sit. Econômico-financeira	Notas explicativas	6,264	0,044
Informações par. suficientes sit. Econômico-financeira	Outros demonstrativos	6,961	0,031
Solicita informações adicionais ao RI	Demonstração das Mutações do PL	5,796	0,016
Avalia as tendências do setor	Utiliza todos os demonstrativos	3,916	0,048
Avalia as tendências do setor	Utiliza outros demonstrativos	5,107	0,024
Solicitação dados relevantes e ou necessários	Setor indústria	4,350	0,037
Solicitação dados relevantes e ou necessários	Todos os setores	4,167	0,041
Solicitação de esclarecimentos	Solicitação Interpretação de dado	4,016	0,045
Solicitação outras informações	Utiliza todos os demonstrativos	4,172	0,041
Envia o trabalho à empresa avaliada	Informações suficientes sit. Econômico-financeira	9,737	0,008
Envia o trabalho para ser publicado	Setor comércio	5,142	0,023
Envia trabalho a outros	Solicita Interpretação de dados cc	4,070	0,044
Acrescenta dados de mercado à análise	Setor indústria	20,403	0,000
Acrescenta dados de mercado à análise	Envio do trabalho à empresa vinc	6,240	0,012
Acrescentam dados específicos à análise	Setor comércio	7,398	0,025
Não acrescentam informações à análise	Setor indústria	4,211	0,040
Não acrescentam informações à análise	Utilização de Balanço Patrimonial	3,946	0,047
Não acrescentam informações à análise	Solicitação de outras informações	12,883	0,000
Acrescentam outros dados à análise	Solicita Interpretação de dados cc	3,934	0,047
Contabilidade insuf. Situação econômico-financeira	Demonstração das Mutações do F	6,075	0,048
Contabilidade insuf. Situação econômico-financeira	Solicitação de outras informações	19,622	0,001
Contabilidade insuf. Situação econômico-financeira	Envia o trabalho à empresa avalia	6,599	0,037
Contabilidade insuf. Situação econômico-financeira	Envio do trabalho à empresa vinc	6,323	0,042

Fonte: Dados da pesquisa com questionário, 2007/2008.

Tabela D-5. Correlações entre os Indicadores utilizados pelos Analistas

Indicador	Indicador	Nível Significância
Giro de contas a receber	Prioridade <i>Rating</i> agência especializada	0,05
Giro de estoques	Prior. Demonstr. Cont. Padrões Internacionais	0,05
Quociente de mercado para valor contábil	Prioridade Demonstr. Consistentes Rent.	0,05
Rotação de Ativos	Prioridade Performance da Administração	0,05
Liquidez corrente	Prioridade Performance da Administração	0,05
Giro do ativo total	Prioridade Performance da Administração	0,05
Giro de contas a receber	Prioridade Performance da Administração	0,01
Giro de estoques	Prioridade Performance da Administração	0,01
ROA	ROE	0,05
Rotação de ativos	Margem de lucro	0,01
Índice de liquidez corrente	Margem de lucro	0,01
Índice de cobertura de juros	Margem de lucro	0,05
Giro de contas a receber	Margem de lucro	0,05
Prioridade performance administração	Índice de liquidez corrente	0,05
Rotação de ativos	Índice de liquidez corrente	0,01
Índice de liquidez imediata	Índice de liquidez corrente	0,01
Giro do ativo total	Índice de liquidez corrente	0,01
Giro de contas a receber	Índice de liquidez corrente	0,05
Giro de estoques	Margem de lucro	0,05
Giro de estoques	Índice de liquidez corrente	0,05
ROA	Índice de liquidez imediata	0,01
Rotação de ativos	Índice de liquidez imediata	0,01
Índice de cobertura de juros	Índice de liquidez imediata	0,01
Giro do ativo total	Índice de liquidez imediata	0,01
ROA	Índice de cobertura de juros	0,05
Rotação de ativos	Índice de cobertura de juros	0,01
Giro do ativo total	Índice de cobertura de juros	0,01
Giro de contas a receber	Índice de cobertura de juros	0,05
ROE	Índice de endividamento	0,05
ROA	Índice de endividamento	0,01
Quociente de mercado para valor contábil	Índice de liquidez imediata	0,05
PL a preços de mercado/ <i>EBITDA</i>	Índice de liquidez imediata	0,01
Taxa de crescimento sustentável	Índice de liquidez imediata	0,05
Índice Preço/Lucro	Índice de endividamento	0,05
Quociente dos lucros para o preço	Índice de endividamento	0,01
<i>EBITDA</i>	Índice de endividamento	0,05
PL a preços de mercado/ <i>EBITDA</i>	Índice de endividamento	0,05
<i>Payout</i>	Índice de endividamento	0,05
Taxa de crescimento sustentável	Índice de endividamento	0,01
ROE	Giro do ativo total	0,05
ROA	Giro do ativo total	0,05
Rotação de ativos	Giro do ativo total	0,01
Índice de liquidez imediata	Giro do ativo total	0,01
Índice de cobertura de juros	Giro do ativo total	0,01
Giro de contas a receber	Giro do ativo total	0,01
Giro de estoques	Giro do ativo total	0,01
Quociente dos lucros para o preço	Giro do ativo total	0,05
PL a preços de mercado/ <i>EBITDA</i>	Giro do ativo total	0,01
ROE	Índice Preço/Lucro	0,01
Rotação de ativos	Quociente dos lucros para o preço	0,01
Giro do ativo total	Quociente dos lucros para o preço	0,05
Giro de contas a receber	Quociente dos lucros para o preço	0,01
Quociente dos lucros para o preço	Índice Preço/Lucro	0,01
Lucro por ação LPA	Índice Preço/Lucro	0,01
<i>EBITDA</i>	Índice Preço/Lucro	0,01
PL a preços de mercado/ <i>EBITDA</i>	Índice Preço/Lucro	0,05
<i>Payout</i>	Índice Preço/Lucro	0,01
<i>Dividend Yield</i>	Índice Preço/Lucro	0,01
Taxa de crescimento sustentável	Índice Preço/Lucro	0,05
Giro de estoques	Quociente dos lucros para o preço	0,01
Quociente de mercado para valor contábil	Quociente dos lucros para o preço	0,05
Lucro por ação LPA	Quociente dos lucros para o preço	0,05
<i>EBITDA</i>	Quociente dos lucros para o preço	0,05

Continua...

Continuação da Tabela D-5	Indicador	Nível Significância
Indicador		
PL a preços de mercado/ <i>EBITDA</i>	Quociente dos lucros para o preço	0,01
<i>Payout</i>	Quociente dos lucros para o preço	0,01
<i>Dividend Yield</i>	Quociente dos lucros para o preço	0,01
Taxa de crescimento sustentável	Quociente dos lucros para o preço	0,05
Fluxos de Caixa das atividades operacionais	Quociente dos lucros para o preço	0,01
ROE	<i>EBITDA</i>	0,01
ROE	PL a preços de mercado/ <i>EBITDA</i>	0,05
ROA	PL a preços de mercado/ <i>EBITDA</i>	0,01
Rotação de ativos	PL a preços de mercado/ <i>EBITDA</i>	0,01
Índice de liquidez imediata	PL a preços de mercado/ <i>EBITDA</i>	0,01
Índice de cobertura de juros	PL a preços de mercado/ <i>EBITDA</i>	0,05
Giro de contas a receber	PL a preços de mercado/ <i>EBITDA</i>	0,05
<i>Dividend Yield</i>	Lucro por ação LPA	0,01
PL a preços de mercado/ <i>EBITDA</i>	<i>EBITDA</i>	0,01
<i>Payout</i>	<i>EBITDA</i>	0,05
<i>Dividend Yield</i>	<i>EBITDA</i>	0,05
Fluxos de Caixa das atividades operacionais	<i>EBITDA</i>	0,05
Giro de estoques	PL a preços de mercado/ <i>EBITDA</i>	0,05
Quociente de mercado para valor contábil	PL a preços de mercado/ <i>EBITDA</i>	0,01
Lucro por ação LPA	PL a preços de mercado/ <i>EBITDA</i>	0,01
<i>Payout</i>	PL a preços de mercado/ <i>EBITDA</i>	0,01
<i>Dividend Yield</i>	PL a preços de mercado/ <i>EBITDA</i>	0,05
Taxa de crescimento sustentável	PL a preços de mercado/ <i>EBITDA</i>	0,05
Fluxos de Caixa das atividades operacionais	PL a preços de mercado/ <i>EBITDA</i>	0,05
Fluxos de Caixa das atividades investimentos	PL a preços de mercado/ <i>EBITDA</i>	0,01
Fluxos de Caixa das atividades financiamentos	PL a preços de mercado/ <i>EBITDA</i>	0,05
ROE	<i>Payout</i>	0,05
Giro do ativo total	<i>Payout</i>	0,05
ROE	Taxa de crescimento sustentável	0,05
ROA	Taxa de crescimento sustentável	0,05
Giro do ativo total	Taxa de crescimento sustentável	0,01
Giro de contas a receber	Taxa de crescimento sustentável	0,05
<i>Dividend Yield</i>	<i>Payout</i>	0,01
Taxa de crescimento sustentável	<i>Payout</i>	0,05
Quociente dos lucros para o preço	<i>Dividend Yield</i>	0,01
Taxa de crescimento sustentável	<i>Dividend Yield</i>	0,05
Giro de estoques	Taxa de crescimento sustentável	0,05
Quociente de mercado para valor contábil	Taxa de crescimento sustentável	0,01
ROA	Fluxos de Caixa das atividades operacionais	0,05
Margem de lucro	Fluxos de Caixa das atividades operacionais	0,05
Rotação de ativos	Fluxos de Caixa das atividades operacionais	0,01
Índice de cobertura de juros	Fluxos de Caixa das atividades operacionais	0,01
Giro do ativo total	Fluxos de Caixa das atividades operacionais	0,05
Giro de contas a receber	Fluxos de Caixa das atividades operacionais	0,01
ROA	Fluxos de Caixa das atividades investimentos	0,05
Rotação de ativos	Fluxos de Caixa das atividades investimentos	0,01
Índice de cobertura de juros	Fluxos de Caixa das atividades investimentos	0,01
Giro do ativo total	Fluxos de Caixa das atividades investimentos	0,05
Giro de contas a receber	Fluxos de Caixa das atividades investimentos	0,01
ROA	Fluxos de Caixa das atividades financiamentos	0,05
Rotação de ativos	Fluxos de Caixa das atividades financiamentos	0,01
Índice de cobertura de juros	Fluxos de Caixa das atividades financiamentos	0,01
Giro do ativo total	Fluxos de Caixa das atividades financiamentos	0,05
Giro de contas a receber	Fluxos de Caixa das atividades financiamentos	0,01
Giro de estoques	Fluxos de Caixa das atividades operacionais	0,01
Fluxos de Caixa das atividades investimentos	Fluxos de Caixa das atividades operacionais	0,01
Fluxos de Caixa das atividades financiamentos	Fluxos de Caixa das atividades operacionais	0,01
Giro de estoques	Fluxos de Caixa das atividades investimentos	0,01
Quociente de mercado para valor contábil	Fluxos de Caixa das atividades investimentos	0,05
PL a preços de mercado/ <i>EBITDA</i>	Fluxos de Caixa das atividades investimentos	0,01
Fluxos de Caixa das atividades financiamentos	Fluxos de Caixa das atividades investimentos	0,01
Giro de estoques	Fluxos de Caixa das atividades financiamentos	0,01
Quociente de mercado para valor contábil	Fluxos de Caixa das atividades financiamentos	0,05

Fonte: Dados da pesquisa com questionário, 2007/2008