

Disclosure da Estratégia em Relatórios Anuais no Ano de 2006: um Estudo entre Países Common Law e Civil Law

RESUMO

Este trabalho foi desenvolvido com o propósito de avaliar a extensão com que firmas de diferentes países fazem o disclosure de aspectos relativos à estratégia em seus relatórios anuais corporativos. Foram articulados aspectos de governança corporativa e dimensões culturais na tentativa de explicar as variações esperadas na amostra. Uma matriz de previsão foi construída e o disclosure da estratégia foi estimado por meio de análise de conteúdo. A amostra foi formada por setenta e três relatórios anuais de empresas de quatro países, a saber, Brasil, França, EUA e Reino Unido. Os relatórios anuais foram avaliados quanto à extensão do disclosure de informações estratégicas no ano de 2006. Posteriormente as hipóteses foram testadas por meio da análise multivariada de variância, análise de regressão múltipla e com testes de diferenças de média. Os resultados indicam que existem diferenças nas médias com que os quatro países fazem o disclosure de suas estratégias. Também foi observado que a extensão com que as firmas em países common law fazem o disclosure de suas estratégias é maior do que em países civil law. Os resultados permitem inferir que as firmas, em todos os países da amostra, fazem diferenciação na extensão com que divulgam informações relacionadas às suas estratégias funcionais de manufatura. Conforme esperado, observou-se que o nível do disclosure de estratégias funcionais é significativamente menor que o disclosure de informações relativas à estratégia corporativa..

Palavras-Chave: *Disclosure*. Relatórios Anuais. Estratégia. Sistema Legal.

1. INTRODUÇÃO

O presente trabalho avalia a extensão com que firmas de diferentes países fazem o *disclosure* de aspectos relativos à estratégia em seus relatórios anuais corporativos. Parte-se do pressuposto de que diferenças nacionais, referentes ao sistema legal, à governança corporativa e às dimensões culturais influenciam nesta extensão. A escolha por países com diferentes sistemas legais vem da afirmativa de Lopes e Martins (2005) que dizem que o nível de *disclosure* é menor em países que adotam o modelo *civil law*, nos quais as informações tendem a fluir por intermédio de canais privados e com pouca ênfase para as informações disponibilizadas para o grande público.

O uso de relatórios anuais se justifica na afirmação de Gary (1988) de que os relatórios anuais não seguem um padrão obrigatório e sendo assim, eles podem ser usados como estratégia de promoção da corporação ou simplesmente como ferramenta de divulgação de informações. Portanto a estratégia pode constituir um importante ponto de partida para a análise de relatórios, pois dá elementos ao analista para avaliar a firma em relação ao posicionamento competitivo da mesma, num complemento à análise contábil e financeira (PALEPU; BERNARD; HEALY, 2000). Sendo assim, o presente estudo propõe que a análise da estratégia por meio dos relatórios anuais permite acesso a uma visão complementar à análise do desempenho atual da firma, e assim pode contribuir para melhorar as estimativas a respeito do desempenho futuro (PALEPU; BERNARD; HEALY, 2000).

Os relatórios anuais constituem um dos canais de informação utilizado pelos investidores e acionistas para obter informações quantitativas - financeiras e contábeis - e qualitativas - como as referentes à estratégia da firma. Recentemente, tem havido um

interesse crescente pela compreensão dos fatores que influenciam a extensão e qualidade com que as informações estratégicas são divulgadas.

Este estudo propõe avanços em relação ao trabalho de Santema et al. (2005), que conclui que aspectos de governança corporativa e dimensões culturais influenciam na extensão com que firmas em diferentes países fazem o *disclosure* de suas estratégias nos relatórios anuais. Para avaliar a diferença na extensão do *disclosure* da estratégia entre cinco países, os referidos autores desenvolveram dez critérios para especificar a estratégia corporativa e para cada um desses critérios uma escala de cinco pontos foi aplicada. No presente estudo não foi adotada a abordagem de aproximar o *disclosure* por meio de uma escala de cinco pontos originalmente utilizada por Santema e Van de Rijt (2001) e Santema et al. (2005) pois nos respectivos artigos os autores não deixam claro como a escala foi aplicada para medir as variáveis relacionadas a estratégia. Os autores utilizaram uma amostra de cem relatórios anuais divididos entre cinco países da Europa. O presente estudo utiliza a abordagem de Santema et al. (2005) quanto aos aspectos de governança corporativa e quanto aos aspectos de dimensões culturais, introduzindo a discussão sobre a diferença quanto à tradição legal de países nos continentes Europeu e Americano bem como a suposição de que o nível de *disclosure* das estratégias funcionais de manufatura é diferente do nível de *disclosure* das estratégias corporativas nos relatórios anuais. A análise aqui desenvolvida se baseia nas diferenças culturais, de governança corporativa, e em relação ao sistema legal de quatro países, sendo eles: Brasil, França, Estados Unidos e Reino Unido.

Para mensurar a extensão do *disclosure* de estratégia das firmas, foram utilizados oito construtos baseados nas proposições teóricas de Wright, Kroll e Parnell (2000), Hitt, Ireland e Hoskisson (2005), Porter (1989), Slack et al. (1997), Prahalad e Hamel (1995), Mintzberg, Ahlstrand e Lampel (2000), Mintzberg e Waters (1982) e nos trabalhos de Wheelwright (1984), Ward, Bickford e Leong (1996), Ward et al. (1998), Ward e Duray (2000), Santema e Van de Rijt (2001) e Santema et al. (2005). Estes construtos foram aproximados por meio da técnica de análise de conteúdo. O presente estudo contribui com a pesquisa na área de contabilidade para usuários externos por meio da ampliação do entendimento dos fatores que influenciam o nível de divulgação de informações estratégicas em relatórios anuais no Brasil, estabelecendo uma comparação com outros países.

As seções adiante apresentam os principais conceitos relacionados ao *disclosure* de informação não financeiras em relatórios anuais corporativos, bem como conceitos de estratégia que servirão de base para análise dos relatórios. Posteriormente serão apontadas as diferenças básicas existentes entre os sistemas legais referentes aos países da amostra, assim como as bases para a realização das predições do nível de *disclosure* em função das diferenças nacionais, seguidos da matriz de previsão teórica para os níveis esperados de *disclosure* de cada país, colocando-os em um *ranking*, e apresentando as hipóteses.

2. DISCLOSURE EM RELATÓRIO ANUAL

Para Bowman (1978) o relatório anual corporativo expõe mais sobre a estratégia da firma do que a maioria dos gestores imagina. O autor sugere que a análise do conteúdo dos relatórios anuais pode ser uma ferramenta útil para o entendimento de questões relativas à estratégia da firma. Argumento semelhante é defendido por Santema et al. (2005), de que divulgação da estratégia corporativa para os *stakeholders* dá à firma a oportunidade de se destacar de outras companhias.

A pesquisa sobre *disclosure* em relatórios anuais tem sido conduzida sob diferentes focos. Para Kohut e Segars (1992) as seções narrativas dos relatórios anuais são vistas como consequência das decisões de comunicação da corporação.

Estudiosos têm relatado que os *stakeholders* - principalmente os analistas de investimento - vêm usando as informações contidas nas seções narrativas para tomar decisões e fazer recomendações sobre comprar, manter ou vender as ações das empresas, apesar das demonstrações contábeis proverem ampla informação sobre os resultados econômicos das atividades de uma firma, (BRETON; TAFLER, 2001).

Um outro foco e ainda pouco explorado na pesquisa sobre *disclosure* é a análise da estratégia da firma no conteúdo narrativo dos relatórios. Rogers, Schrand e Verrecchia (2004) sugerem o *disclosure* da estratégia como uma explicação para o efeito alavancagem – relação negativa entre os retornos e a volatilidade dos retornos. Eles concluem que, na média, o efeito alavancagem é mais forte em ambientes onde é feito o *disclosure* de boas notícias e a retenção de más notícias, ou seja, quando os gerentes não fazem o *disclosure* de boas notícias o mercado interpreta a situação como má notícia.

Breton e Taffler (2001) classificam a estratégia como um dos temas a ser avaliado no conjunto de informações que analistas financeiros utilizam ao ler um relatório anual. Eles concluem que os analistas estão igualmente interessados no gerenciamento e estratégia da firma bem como no ambiente de negociação para fazerem recomendações de investimento. Analistas de investimento indicam que uma característica da qualidade do *disclosure* é a clara declaração dos objetivos da firma e das estratégias esperadas para alcançar esses objetivos (COLE, 2001). Cole (2001) afirma que ao suprir o investidor com informações sobre o objetivo do negócio e a estratégia da firma, a gerência da empresa pode aumentar o entendimento do investidor sobre o futuro e o valor da firma.

Santema e Van de Rijt (2001) analisam a parte narrativa dos relatórios anuais de empresas da Holanda, com foco específico no *disclosure* da estratégia. Os autores partem do pressuposto que o modo como as empresas fazem o *disclosure* da estratégia no relatório anual é uma variável que influencia positivamente a qualidade dos relatórios. Para mensurar a extensão do *disclosure* nos relatórios os referidos autores utilizam uma lista contendo dez critérios que traduzem a estratégia corporativa e mensuram esses critérios com uma escala de cinco pontos. Seus resultados indicam que as empresas holandesas fazem um *disclosure* relativamente baixo de suas estratégias, principalmente com relação a aspectos referentes aos objetivos, ao monitoramento, as metas das unidades de negócio e aos planos e ações orientadas para o futuro das firmas.

Santema et al. (2005) analisam cem relatórios anuais, de empresas de cinco países – Reino Unido, França, Alemanha, Polônia e Países Baixos - também com foco específico no *disclosure* da estratégia. Porém no referido artigo os autores tentam estabelecer se diferenças nacionais influenciam na extensão com as firmas fazem o *disclosure* de suas estratégias. Com este propósito eles utilizam elementos de governança corporativa e diferenças culturais para prever a extensão com que as empresas fazem o *disclosure* de sua estratégia e assim, explicitar as diferenças nacionais. Seus resultados indicam que as diferenças nacionais influenciam na extensão com que as firmas fazem o *disclosure* de estratégias.

Este estudo é fundamentado no trabalho de Santema et al. (2005), se utilizando da abordagem quanto aos aspectos de governança corporativa e quanto aos aspectos de dimensões culturais, introduzindo a discussão sobre a diferença quanto à tradição legal de países nos continentes Europeu e Americano bem como a suposição de que o *disclosure* das estratégias funcionais de manufatura é diferente do *disclosure* das

estratégias corporativas nos relatórios anuais. O próximo tópico apresenta alguns conceitos básicos relacionados à estratégia que permitem a compreensão dos construtos utilizados no presente trabalho para mensurar o *disclosure* da estratégia nos relatórios anuais.

3. ESTRATÉGIA

Alguns teóricos da área descrevem a estratégia como uma ferramenta da alta administração para alcançar resultados consistentes com a missão e os objetivos da organização (WRIGHT; KROLL; PARNELL, 2000; HITT; IRELAND; HOSKISSON, 2005) permitindo assim a criação de uma estratégia competitiva que visa maximizar a lucratividade da firma (PORTER, 1989; COLE, 2001). A estratégia lida com a formulação dos objetivos da firma em um contexto global, com a análise do ambiente interno – competências essenciais e forças e fraquezas -, e com a análise do ambiente externo – cinco forças competitivas e ameaças e oportunidades. Ela é definida em termos de intenções e diretrizes para o futuro – basicamente em termos de planos (MINTZBERG; WATERS, 1982), mas também pela obtenção de padrões de seu passado (MINTZBERG; AHLSTRAND; LAMPEL, 2000).

Wright, Kroll e Parnell (2000) mencionam que existem diferentes níveis de estratégia, sendo eles: o nível corporativo, ou empresarial; o nível de unidades de negócio; e o nível funcional. Este modelo hierárquico é uma forma de raciocinar sobre a estratégia, mas não representa absolutamente a maneira como elas são formuladas (SLACK et al., 1997). Para tanto, serão trabalhados conceitos corporativos e funcionais para desenvolvimento de uma perspectiva global sobre estratégia.

O primeiro nível na hierarquia das estratégias é o da estratégia corporativa. A estratégia corporativa é formulada para toda a empresa (WRIGHT; KROLL; PARNELL, 2000) e tem por finalidade promover para a firma retornos acima da média (HITT; IRELAND; HOSKISSON, 2005) além de oferecer à empresa diversificada uma forma de criar valor para os acionistas (MONTGOMERY; PORTER, 1998).

O segundo nível na hierarquia das estratégias é o da estratégia de unidade de negócio. Originalmente a distinção entre estratégia de unidade de negócio e estratégia corporativa só existe para empresas diversificadas. A estratégia no nível da unidade de negócio trabalha missões e objetivos individuais, bem como define como cada unidade de negócio pretende competir no mercado de maneira independente (SLACK et al. 1997).

O terceiro nível na hierarquia estratégica é o das estratégias funcionais. A estratégia funcional apóia a estratégia geral do negócio e funciona como ferramenta competitiva da empresa (SLACK et al., 1997). No presente artigo, será abordada a estratégia funcional de operações – também conhecida como estratégia de manufatura e/ou produção. Este recorte foi escolhido com base nas afirmações de Slack et al. (1997) que dizem que o desempenho operacional é uma condição para que as empresas possam aspirar a adoção de uma estratégia competitiva. Slack et al. (1997) afirmam que a produção: i) apóia a estratégia corporativa da firma, – por meio de recursos e condições necessários para alcançar os objetivos; ii) pode ajudar a implementar a estratégia corporativa, - colocando em prática a estratégia; iii) e por fim tem o papel de impulsionar a estratégia corporativa da firma – gerando vantagem competitiva de longo prazo.

Wheelwright (1984) descreve características da vantagem competitiva em firmas de manufatura, determina uma estrutura geral para a relação de vantagem nos níveis de estratégia corporativa, de unidade de negócios e funcional e esboça uma abordagem que

permite procurar o potencial competitivo nas firmas. O autor afirma que se devem utilizar estratégias de nível operacional e não somente de nível da unidade de negócios para ganhar vantagem competitiva.

Ward, Bickford e Leong (1996) conciliam alguns conceitos básicos de estratégia competitiva com estratégia de manufatura. Os autores descrevem quatro capacidades competitivas de manufatura, são elas: custo, qualidade, rapidez na entrega e flexibilidade. Além desta ligação, os autores sugerem uma ligação entre estratégia de manufatura, o ambiente e a estrutura organizacional. No artigo os autores sugerem modelos predominantes nos quais as capacidades de manufatura podem ser ordenadas para fortalecer a posição estratégica das unidades de negócio. E concluem que estratégia de manufatura, estratégia competitiva, o ambiente de negócio e a estrutura organizacional estão relacionados.

Slack et al. (1997) afirmam que a administração de produção bem sucedida pode gerar uma vantagem competitiva baseada em produção para as firmas. Os autores sugerem que esta vantagem pode ser obtida por meio dos objetivos de desempenho - prioridades competitivas e afirmam que os objetivos de desempenho da produção ajudam a posicionar estrategicamente a empresa em relação a seus concorrentes diretos.

Para mensurar o *disclosure* de estratégia nos relatórios anuais oito construtos foram estabelecidos com base na literatura apresentada anteriormente. O próximo tópico apresenta um breve histórico das diferenças entre o sistema legal dos países utilizados na amostra lembrando que o presente trabalho pressupõe que diferenças nacionais, referentes ao sistema legal, à governança corporativa e às dimensões culturais influenciam na extensão com que as firmas fazem o *disclosure* de suas estratégias.

4.DIREITO ROMANO E CONSUETUDINÁRIO

Existem duas grandes tradições no direito que influenciam o sistema legal de um país. São elas: o direito romano (*code law / civil law*) e o direito consuetudinário (*common law*) e Lopes e Martins (2005) afirmam que as principais diferenças entre os dois regimes estão na força e na origem das leis. A grande maioria dos países tem sua tradição influenciada por uma dessas origens, porém é pouco provável encontrar países que adotem estritamente um único modelo (LOPES; MARTINS, 2005).

A lei no sistema *common law* é moldada por meio de decisões judiciais antecedentes (LA PORTA et al., 1998), ou seja, é feita por juizes e subsequentemente incorporada à legislatura (LA PORTA et al., 1997), enquanto que no regime *civil law* as normas procedem de textos legais e só tem valor quando especificadas claramente na lei (LOPES; MARTINS, 2005). Os países *civil law* que constituem a amostra do presente trabalho são o Brasil e a França enquanto que os países *common law* são os Estados Unidos e o Reino Unido. Estabelecidas as diferenças legais entre os dois sistemas, nos próximos dois tópicos será abordada a influência do sistema legal sobre a governança corporativa e sobre as dimensões culturais de cada país.

5.GOVERNANÇA CORPORATIVA

De acordo com Hitt et al. (2005) a governança corporativa representa a relação entre *stakeholders* utilizada para orientar as decisões estratégicas da firma e controlar o seu desempenho. Shleifer e Vishny (1997) afirmam que a estrutura de concentração juntamente com proteção legal de um país é um dos determinantes mais importantes da governança corporativa. Assim, o *disclosure* de informações através do relatório anual pode ser considerado como mais uma fonte de informação contra ações indevidas de

administradores. Os tópicos a seguir mostram a base para a realização das predições do nível de *disclosure* em função das diferenças nacionais acerca da governança corporativa.

5.1. PROTEÇÃO LEGAL

La Porta, Lopez-De-Silano e Shleifer (1998) argumentam que países *civil law* dão ao investidor e ao credor uma proteção de seus direitos mais fraca do que países *common law*. Investidores que tem um melhor nível de informação sobre as decisões gerenciais e sobre os resultados estão em uma melhor posição para exercerem seus direitos legais contra a expropriação pelos gerentes internos (BUSHMAN; SMITH, 2001). Desta forma, Santema et al. (2005) argumentam que um maior nível de *disclosure* é esperado em países onde a lei oferece forte proteção ao investidor, pois empresas em países caracterizados por uma forte proteção legal são impelidas por lei a divulgarem informações aos *shareholders*. Com base nas proposições de Santema et al. (2005) é esperado um maior nível de *disclosure* em países *common law*, como os Estados Unidos e no Reino Unido, enquanto um menor nível de *disclosure* é esperado em países *civil law*, como o Brasil e a França.

5.2. CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE

Carvalho-da-Silva e Leal (2003) afirmam que a estrutura de concentração é muito importante, porque ela influencia diretamente a eficiência do mercado em relação aos aspectos de monitoramento dos agentes, pois mostra o grau da diversificação dos *stakeholders* e porque indica os potenciais problemas de agência no gerenciamento da firma. Existem diferentes níveis de concentração de propriedade de ações entre países *civil law* e *common law*. La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998) afirmam que no Reino Unido e EUA, que são países *common law*, as firmas têm controle mais pulverizado e no Brasil e na França, que são países *civil law*, o controle é mais concentrado.

La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998) concluem que a pobre proteção legal nos países *civil law* é associada com uma alta concentração de propriedade. Assim, Santema et al. (2005) propõem que quando a estrutura de propriedade das ações for mais concentrada em um país, o nível de *disclosure* será menor. A lógica proposta na afirmação dos autores é a de que quando o poder está concentrado nas mãos de poucos e grandes investidores, estes não necessitam de *disclosure* de informações em relatórios, pois têm poder para obter informações privilegiadas por outras fontes. Desta forma, um maior nível de *disclosure* é esperado nos Estados Unidos e Reino Unido, enquanto um menor nível no Brasil e na França.

6. DIMENSÕES CULTURAIS

Ao utilizar dimensões culturais para explicar fenômenos econômicos se faz necessário definir qual conceito de cultura se está trabalhando. Neste trabalho, cultura será definida como um atributo coletivo e não individual manifestado através do comportamento e comum a maioria das pessoas – mas não a todas (HOFSTEDE; McCRAE, 2004).

Em seu artigo “*The Cultural Relativity of Organizational Practices and Theories*”, Hofstede (1983) desenvolve um conjunto de quatro dimensões para explicar as diferenças culturais entre cinquenta nações e três regiões e assim as classifica em

uma escala. No referido artigo, cada uma destas dimensões agrupa um conjunto de fenômenos de uma sociedade, ou seja, as dimensões se referem aos valores e crenças específicos que demonstram menos variação entre indivíduos dentro de uma mesma nação do que entre indivíduos através de outras nações. Os tópicos a seguir mostram a base para a realização das predições do nível de *disclosure* em função das diferenças entre os países nas dimensões culturais.

6.1. AVERSÃO À INCERTEZA

Esta dimensão expressa o nível de insegurança com que cada sociedade está disposta a lidar, ela se refere ao grau de ansiedade associada a um futuro imprevisível. Hofstede (1983) afirma que existem sociedades onde os indivíduos têm uma tendência natural a se sentirem relativamente seguros. Existem outras sociedades onde os indivíduos têm um alto nível de ansiedade e por isso formam instituições para tentar criar segurança e evitar o risco, pois, “os regulamentos, ainda que sejam ineficazes, satisfazem a necessidade emocional de estrutura formal” (Hofstede, 1997, p. 145).

Sociedades com elevados índices de aversão a incerteza tendem a evitar situações ambíguas e procuram estruturar suas organizações e instituições de modo a tornar os acontecimentos claramente interpretáveis e previsíveis (HOFSTEDE, 1997). Sendo assim, Santema et al. (2005) argumentam que é esperado que sociedades com maior aversão à incerteza tentem reduzi-la provendo maior informação em seus relatórios do que sociedades com menor aversão a incerteza. De acordo com Hofstede (1983, 1997) o país com maior aversão à incerteza é a França, seguida logo abaixo pelo Brasil. O país com menor aversão à incerteza é o Reino Unido, enquanto que os Estados Unidos ficaram com uma pontuação média.

6.2. DISTÂNCIA HIERÁRQUICA

A questão fundamental envolvida nesta dimensão é como as sociedades lidam com a desigualdade na hierarquia do poder. De acordo com Hofstede (1997), a distância hierárquica mede o grau de aceitação na distribuição desigual do poder por aqueles que têm menos poder nas instituições e organizações.

Santema et al. (2005) afirmam que em sociedades com um alto índice de distância hierárquica há menos demanda por responsabilidade (*accountability*), portanto, é esperado que em sociedades onde o nível desta dimensão seja alto, uma menor extensão de *disclosure* seja esperada. Os países com maior nível nesta dimensão são o Brasil e a França, sendo que os Estados Unidos e o Reino Unido têm os menores níveis.

6.3. MASCULINIDADE X FEMINILIDADE

Esta dimensão diz respeito à divisão de papéis entre os sexos em uma sociedade. Hofstede (1983, 1997) afirma que os valores dominantes em sociedades mais femininas - tanto para mulheres quanto para homens - são aqueles mais tradicionalmente associados com as mulheres, onde os papéis sociais dos sexos se sobrepõem, tais como: trabalho cooperativo, necessidade de estabilidade no trabalho, resolução de conflitos mediante o compromisso e a negociação. Já os valores dominantes em sociedades mais masculinas são: interesse pelo sucesso profissional e pelo desafio, enfatizando a equidade, a competição entre colegas e o desempenho no ambiente de trabalho.

Assim, como sociedades masculinas são mais focadas no progresso e no crescimento, Santema et al. (2005) pressupõem que países com essas características são mais propensos a formular e divulgar suas estratégias. Os países com características mais masculinas são os Estados Unidos e o Reino Unido, enquanto que o Brasil e a França têm características mais femininas.

6.4.INDIVIDUALISMO X COLETIVISMO

Para Hofstede (1983, 1997) as principais características em sociedades individualistas são: a importância dada ao tempo pessoal, à liberdade própria e ao desafio, ou seja, cada pessoa pensa em seus próprios interesses antes de pensar em qualquer outra pessoa. Já em sociedades consideradas coletivistas, os traços marcantes são: a lealdade e a proteção à família bem como a integração em grupos. O aspecto central da identidade coletivista é pertencer a um grupo e manter harmoniosa relação com seus membros.

Em uma cultura individualista as comunicações verbais – mesmo que banais – são requisitos obrigatórios, pois o silêncio é considerado como suspeito (HOFSTEDDE, 1997). Portanto, Santema et al. (2005) supõem que um maior nível de *disclosure* é esperado para as firmas em sociedades individualistas, porque nestas sociedades os *shareholders* (individualistas) demandam maior nível de informação. Os países considerados mais individualistas da amostra são os Estados Unidos e O Reino Unido. O Brasil é o país mais coletivista e a França ficou com uma pontuação média, entre coletivista e individualista. O tópico a seguir apresenta a matriz de previsão teórica para os níveis esperados de *disclosure* para os países da amostra, colocando-os em *um ranking*, seguido da formulação da hipótese.

7. MATRIZ DE PREVISÃO E HIPÓTESES

Na Tabela 1 é apresentada uma síntese dos fatores que são sugeridos para explicar as variações esperadas nos níveis de *disclosure*, para os países da amostra. As expectativas para o nível de *disclosure* são construídas por meio de dois elementos de governança corporativa e das quatro dimensões culturais baseadas nos trabalhos de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998, 1999) e Hofstede (1983, 1997) respectivamente. Quando foi esperado um nível alto de *disclosure* nas firmas de determinado país, um sinal positivo foi colocado na matriz, quando for esperado o contrário, um sinal negativo foi colocado na matriz. E quando um nível médio for esperado, foi atribuído um sinal de positivo-negativo.

Tabela 1: Matriz de Previsão

	ESTADOS UNIDOS	REINO UNIDO	FRANÇA	BRASIL
GOVERNANÇA CORPORATIVA				
Proteção Legal	(+)	(+)	(-)	(-)
Concentração de Propriedade	(+)	(+)	(-)	(-)
DIMENSÕES CULTURAIS				
Aversão à Incerteza	(+ / -)	(-)	(+)	(+)
Distância Hierárquica	(+)	(+)	(-)	(-)
Masculinidade X Feminilidade	(+)	(+)	(-)	(-)
Individualismo X Coletivismo	(+)	(+)	(+ / -)	(-)
RANKING	1	2	3	4

Nota: (+) = maior nível de disclosure; (-) = menor nível; (+ / -) = nível médio

Adaptado de Santema et al., 2005.

Com a soma dos sinais positivos e negativos para os elementos de governança corporativa e para as dimensões culturais, foi criada uma escala ordinal para o nível esperado de *disclosure* com conteúdo estratégico, chamada *ranking*, conforme apresentado na Tabela 2. Deste modo sugere-se a hipótese a seguir:

H1. Na média, a extensão com que as firmas de países *common law* fazem o *disclosure* de suas estratégias é maior, comparada com as firmas de países *civil law*.

Além da hipótese sugerida, espera-se que o nível de *disclosure* de estratégia para cada país siga a ordem apresentada pelo *ranking*.

A partir dos estudos consultados a respeito de *disclosure* e considerando a manufatura em um contexto estratégico, sugere-se uma segunda suposição. Alguns autores sugerem que as estratégias de manufatura são utilizadas para conseguir vantagem competitiva pelas firmas (WHEELWRIGHT, 1984; SLACK et al., 1997; WARD; BICKFORD; LEONG, 1996; WARD et al., 1998; WARD; DURAY, 2000). E de acordo com o arcabouço teórico, para se obter e manter uma vantagem competitiva as empresas devem ser capazes de criar estratégias de valor difíceis de serem plenamente copiadas (WRIGHT; KROLL; PARNELL, 2000), por essa razão supõe-se que o *disclosure* das estratégias funcionais de manufatura será menor do que os das estratégias corporativas. Deste modo sugere-se a hipótese a seguir:

H2. Na média, a extensão com as firmas de países *common law* e *civil law* fazem o *disclosure* a respeito de suas estratégias funcionais de manufatura é menor, comparada com *disclosure* das suas estratégias corporativas.

8.METODOLOGIA

O objetivo deste artigo é avaliar a extensão com que as empresas, em diferentes países, fazem o *disclosure* de sua estratégia nos relatórios anuais. Para os testes, foi utilizada uma amostra composta por setenta e três relatórios anuais das maiores empresas de quatro países no ano de 2006: Brasil, França, Reino Unido e EUA. As empresas foram selecionadas pela lista *on line* das 2000 Maiores Empresas da Forbes do ano de 2006 e a escolha por estes países foi baseada em seu arcabouço legal.

Para testar se as médias têm diferenças estatisticamente significantes foi utilizada MANOVA. A hipótese nula a ser testada por meio da análise multivariada de variância foi:

$$H_0 = \mu_{\text{Eua}} = \mu_{\text{França}} = \mu_{\text{Brasil}} = \mu_{\text{Reino Unido}}$$

Em seguida foi realizada uma análise de regressão múltipla para testar a hipótese associada ao ranking da matriz de previsão. Para este teste foi utilizada uma regressão linear múltipla com a soma da pontuação das oito variáveis de estratégia. Para este modelo, a pontuação dos Estados Unidos foi utilizada como variável dependente, por ser o país com maior nível de *disclosure* de acordo com a matriz de previsão. O modelo a ser utilizado foi:

$$\text{Total Pontos}_{\text{EUA}} = \beta_0 + \beta_1 \text{ dummy}_{\text{REINO UNIDO}} + \beta_2 \text{ dummy}_{\text{FRANÇA}} + \beta_3 \text{ dummy}_{\text{BRASIL}} + \varepsilon$$

Para que as previsões estejam corretas os betas (β_1 à β_3) deverão ter seus coeficientes negativos e significantes. Verificando as diferenças entre os escores obtidos com esta regressão, bem como os coeficientes absolutos dos betas, se torna possível analisar a hipótese H1 proposta no artigo. Por não poder supor que a distribuição dos dados é normal pelo tamanho reduzido da amostra, foram realizados testes não paramétricos de média Mann-Whitney para amostras independentes. Os testes foram realizados para cada par de países e a realização dos mesmos ampara o uso da regressão.

O passo seguinte foi testar a hipótese H2 proposta neste artigo. Para testar esta hipótese foi feito um teste T para amostras dependentes. Que teve como nível base para

a análise a soma das pontuações médias do *disclosure* da estratégia corporativa de todos os quatro países.

9.CONSTRUTOS E VARIÁVEIS

Para avaliar a extensão com que as firmas fazem o *disclosure* de suas estratégias nos relatórios anuais, foi utilizada análise de conteúdo com indicadores de natureza semântica, ou seja, foi mensurada a frequência dos termos/ palavras relativos aos temas designados para expressar a estratégia no vocabulário utilizado nos relatórios anuais.

A análise de conteúdo nos relatórios anuais foi feita a partir da definição dos construtos de cada variável de estratégia. Cada variável é composta por um agrupamento temático – conjunto de palavras que expressam o conceito da variável - que serviu de base para a avaliação da extensão do *disclosure* da estratégia nos relatórios. A análise de conteúdo foi feita por meio da frequência com que as palavras apareceram no texto, desde que seu aparecimento estivesse relacionado com informações sobre a estratégia da empresa.

Os temas utilizados para expressar os conceitos de estratégia, bem como as respectivas grades de palavras para a análise dos relatórios anuais é a que seguem adiante. Porém uma limitação deste artigo é a falta de pesquisas anteriores em estratégia que detalhem os temas nas análises de conteúdo utilizadas.

O tipo de grade utilizada foi a do tipo mista, onde as categorias foram definidas preliminarmente, porém admitindo a inclusão de categorias que surgiram durante o processo de análise, estabelecendo um conjunto final de categorias que considerou um possível rearranjo (VERGARA, 2006). A grade para a análise dos relatórios de língua inglesa foi feita com palavras equivalentes às palavras das grades em português e com a subsequente inclusão das palavras que surgiram durante o processo de análise. As palavras, seus plurais e alguns de seus radicais foram utilizados na composição das grades.

Os construtos a seguir são referentes à estratégia corporativa nas empresas e suas grades foram elaboradas com base na literatura de estratégia (WRIGHT; KROLL; PARNELL, 2000; HITT; IRELAND; HOSKISSON, 2005; PORTER, 1989; SLACK et al., 1997; PRAHALAD; HAMEL, 1995; MINTZBERG; AHLSTRAND; LAMPEL, 2000; MINTZBERG; WATERS, 1982) e nos trabalhos de Santema e Van de Rijt (2001) e Santema et al. (2005).

Objetivos e metas corporativos: a grade de análise em português para esta variável é composta pelas seguintes palavras: objetivo, meta, intenção, propósito, alcançar, atingir. A grade de análise em inglês para esta variável é composta pelas seguintes palavras: *objective, goal, intention, purpose, achieve, reach*.

Ações estratégicas em andamento ou planejadas para o futuro: a grade de análise em português para esta variável é composta pelas seguintes palavras: futuro, ano, próximo, curto, médio, longo, prazo. A grade de análise em inglês para esta variável é composta pelas seguintes palavras: *future, year, next, short, medium, long, term*.

Ações estratégicas resultantes de ações passadas: a grade de análise em português para esta variável é composta pelas seguintes palavras: passado, último, ano, recente. A grade de análise em inglês para esta variável é composta pelas seguintes palavras: *past, last, year, late*.

Estratégia corporativa: a grade de análise em português para esta variável é composta pelas seguintes palavras: estratégia, plano, vantagem, competitiva, liderança, competência, essencial, oportunidade, ameaça, força, fraqueza, missão. A grade de análise em inglês para esta variável é composta pelas seguintes palavras: *strategy, plan,*

advantage, competitive, leadership, competence, core, opportunity, threat, strength, weakness, mission.

As variáveis a seguir são referentes à estratégia de manufatura nas empresas e a construção de suas grades foi elaborada com base nos trabalhos de Wheelwright (1984), Ward, Bickford e Leong (1996), Ward et al. (1998), Ward e Duray (2000).

Custo: a grade de análise em português para esta variável é composta pelas seguintes palavras: custo, estoque, produção, tecnologia, economia, escala, aumento, equipamento, capacidade. A grade de análise em inglês para esta variável é composta pelas seguintes palavras: *cost, inventory, production, technology, economy, scale, increase, equipment, capacity.*

Qualidade: a grade de análise em português para esta variável é composta pelas seguintes palavras: qualidade, desempenho, durabilidade, confiabilidade, conformidade (do produto/ serviço), sistema. A grade de análise em inglês para esta variável é composta pelas seguintes palavras: *quality, performance, durability, reliability, conformance, system.*

Rapidez: a grade de análise em português para esta variável é composta pelas seguintes palavras: entrega, rapidez, agilidade, velocidade, fornecimento, distribuição, logística. A grade de análise em inglês para esta variável é composta pelas seguintes palavras: *delivery, rapidity, agility, speed, deadline, distribution, logistics.*

Flexibilidade: a grade de análise em português para esta variável é composta pelas seguintes palavras: flexibilidade, novo, produto, mudança, inovação, diversidade, habilidade, portfolio. A grade de análise em inglês para esta variável é composta pelas seguintes palavras: *flexibility, new, product, change, innovation, diversity, hability, portfolio.*

10.RESULTADOS

Os resultados da análise multivariada de variância são apresentados na Tabela 2.

Tabela 2: Resultados da Análise Multivariada de Variância (MANOVA)

Fonte	Estatística		Estatística F	Prob>F
Países	Wilk's lambda	0.4185	2,63	0,0001 ***
	Pillai's trace	0.7277	2,56	0,0002 ***
	Lawley-Hotelling trace	1.0597	2,68	0,0001 ***
	Roy's largest root	0.5877	4,70	0,0001 ***

*p<0,10; **p<0,05; ***p<0,01

O resultado revela que existem diferenças significantes nas médias entre países nos quatro testes realizados. Com base nos resultados obtidos na análise multivariada de variância (MANOVA) a hipótese H_0 é rejeitada e pode-se concluir que, na média, o *disclosure* de estratégia difere entre os quatro países.

Tendo estabelecido que os níveis de *disclosure* entre os países são diferentes, foi feito o teste para saber se o *ranking* da matriz de previsão está correto. Os resultados da análise de regressão que testa a matriz de previsão são apresentados na tabela 3:

Tabela 3: Resultados do Teste de Regressão da Matriz de Previsão°

País	Erro Padrão	Coefficiente	t	P> t
Reino Unido	1.493175	-1,375	-0.92	0,360
França	1.538052	-2,840461	-1.85	0,069 **
Brasil	1.375772	-3,915179	-2.85	0,006 ***
Constante	1.303467	10,65625	8.18	0,000 ***
Prob>F = 0,0306 **				

*p<0,10; **p<0,05; ***p<0,01

°Erros padrão robustos a heterocedasticidade

Os coeficientes estimados são negativos para todas as variáveis *dummy*, porém só as variáveis *dummy* França e *dummy* Brasil foram significantes a 5% e 1%, respectivamente. O nível base para a análise é a pontuação média do *disclosure* de estratégia nos Estados Unidos. Os resultados indicam que não há diferenças significativas entre o nível de *disclosure* de estratégia nas empresas da amostra que são provenientes dos Estados Unidos e do Reino Unido.

Como não há diferenças entre os escores das empresas dos Estados Unidos e do Reino Unido, e os coeficientes do Brasil e da França foram negativos, há evidências a favor da hipótese H1 proposta no presente artigo. Ou seja, há indícios que suportam a hipótese H1, de que a extensão com que as firmas em países *common law* fazem o *disclosure* de sua estratégia é significativamente maior do que nas firmas dos países *civil law*. Foram realizados testes não paramétricos de média Mann-Whitney para amostras independentes. Os testes foram realizados para cada par de países e a realização dos mesmos ampara o uso da regressão. Os resultados são os que seguem:

A hipotética superioridade dos valores da extensão do *disclosure* na amostra dos Estados Unidos sobre os da amostra do Reino Unido não é significativa, como mostra a tabela 4, corroborando os resultados encontrados na Regressão.

Tabela 4: Resultado Teste Não Paramétrico Mann-Whitney para EUA > UK

EUA > UK	Frequência	Média	Variância
Estados Unidos	20	10.656	33.809
Reino Unido	20	9.281	10.557
Z (valor observado)			0.203

*p<0,10; **p<0,05; ***p<0,01

A hipotética superioridade dos valores da extensão do *disclosure* na amostra dos Estados Unidos sobre os da amostra do Brasil é significativa a 1%, como mostra a tabela 5, corroborando os resultados encontrados na Regressão e a suposição associada a matriz de previsão.

Tabela 5: Resultado Teste Não Paramétrico Mann-Whitney para EUA > BR

EUA > BR	Frequência	Média	Variância
Estados Unidos	20	10.656	33.809
Brasil	14	6.741	2.761
Z (valor observado)			2.836***

*p<0,10; **p<0,05; ***p<0,01

A hipotética superioridade dos valores da extensão do *disclosure* na amostra dos Estados Unidos sobre os da amostra da França é significativa a 5%, como mostra a tabela 6, corroborando os resultados encontrados na Regressão e a suposição associada a matriz de previsão.

Tabela 6: Resultado Teste Não Paramétrico Mann-Whitney para EUA > FR

EUA > FR	Frequência	Média	Variância
Estados Unidos	20	10.656	33.809
França	19	7.816	12.636
Z (valor observado)			1.658**

*p<0,10; **p<0,05; ***p<0,01

A hipotética superioridade dos valores da extensão do *disclosure* na amostra do Reino Unido sobre os da amostra do Brasil é significativa a 1%, como mostra a tabela 7, corroborando as suposições associadas a matriz de previsão.

Tabela 7: Resultado Teste Não Paramétrico Mann-Whitney para UK > BR

UK > BR	Frequência	Média	Variância
Reino Unido	20	9.281	10.557
Brasil	14	6.741	2.761
Z (valor observado)			2.521***

*p<0,10; **p<0,05; ***p<0,01

A hipotética superioridade dos valores da extensão do *disclosure* na amostra do Reino Unido sobre os da amostra da França é significativa a 10%, como mostra a tabela 8, corroborando as suposições associadas a matriz de previsão.

Tabela 8: Resultado Teste Não Paramétrico Mann-Whitney para UK > FR

UK > FR	Frequência	Média	Variância
Reino Unido	20	9.281	10.557
França	19	7.816	12.636
Z (valor observado)			1.433*

*p<0,10; **p<0,05; ***p<0,01

A hipotética superioridade dos valores da extensão do *disclosure* na amostra da França sobre os da amostra do Brasil não é significativa, como mostra a tabela 9. Portanto nada se pode inferir sobre este resultado.

Tabela 9: Resultado Teste Não Paramétrico Mann-Whitney para FR > BR

FR > BR	Frequência	Média	Variância
França	19	7.816	12.636
Brasil	14	6.741	2.761
Z (valor observado)			0.802

*p<0,10; **p<0,05; ***p<0,01

Segue-se então para a hipótese H2 proposta no presente artigo, que é testar se, na média, a extensão com as firmas de países *common law* e *civil law* fazem o *disclosure* a respeito de suas estratégias funcionais de manufatura é menor, comparada com *disclosure* das suas estratégias corporativas. Para testar esta hipótese foi feito um teste t para amostras dependentes. Que teve como nível base para a análise a soma das pontuações médias do *disclosure* da estratégia corporativa de todos os quatro países. Os resultados deste teste são apresentados na tabela 10:

Tabela 10: Resultado Teste t para Duas Amostras Dependentes

Amostra	Frequência	Média	Variância
Media Estratégia Corp	73	12.380	34.563
Media Estratégia Manuf	73	5.199	8.814
Z (valor observado)			9.316

*p<0,10; **p<0,05; ***p<0,01

Baseado nos resultados dos testes realizados há indícios há favor da hipótese H2. A extensão com que as firmas em todos os países da amostra fazem o *disclosure* de suas estratégias funcionais de manufatura é significativamente menor do que a extensão com que é feito o *disclosure* sobre suas estratégias corporativas.

11.CONCLUSÃO

Este artigo investigou um total de setenta e três relatórios anuais das maiores empresas de quatro países no ano de 2006 para responder à seguinte questão: existe diferença na extensão com que países *common law* e países *civil law* fazem o *disclosure* de sua estratégia? Além da hipótese proposta sugeriu-se uma segunda questão: existe diferença na extensão com que países *common law* e países *civil law* fazem o *disclosure* a respeito de suas estratégias funcionais de manufatura comparadas com o *disclosure* de

suas estratégias corporativas? Com base na análise dos dados e relacionando-os com a matriz de previsão, há indícios aparentes de que a mesma teve poder explicativo sobre a hipótese que diz que países *common law* fazem, na média, maior *disclosure* de informações relacionadas a estratégia do que países *civil law*. Com base nos resultados obtidos neste estudo pode-se concluir que as firmas, em todos os países da amostra, fazem diferenciação na extensão com que divulgam informações relacionadas as suas estratégias funcionais de manufatura. Uma explicação para isso é que as estratégias de manufatura são utilizadas para obtenção de vantagem competitiva nas firmas (WHEELWRIGHT, 1984), e por esta razão pode-se supor que a divulgação dessas estratégias é menor em detrimento de outras estratégias. Este artigo reforça a percepção de que as firmas buscam resguardar o conhecimento geral das estratégias tidas como vantajosas, mesmo quanto o ambiente legal impõe uma obrigação de maior transparência nas divulgações de informações. Esta hipótese se ampara na abordagem de alguns autores que diz que para sustentar uma vantagem competitiva ela deve ser difícil de ser imitada (HAMEL; PRAHALAD, 1995; PORTER, 1989). Este artigo foi construído com base em dois trabalhos anteriores (Santema e Van de Rijt, 2001 e Santema et al., 2005) e os resultados encontrados neste estudo ratificam as conclusões dos autores, de que existem diferenças nos níveis com que as empresas fazem o *disclosure* de suas estratégias. Outras pesquisas podem ser feitas aumentando o número de países na amostra, e aumentando o número de empresas nas amostras de cada país, bem como testando outras estratégias funcionais. Também seria interessante incluir outras *proxies* para governança corporativa e para as diferenças culturais bem como construir uma nova grade para as variáveis de estratégia.

12.REFERÊNCIAS

- BOWMAN, Edward H. Strategy, annual reports, and alchemy. **California Management Review**, v. XX, n.3, p. 64-71, 1978.
- BRETON, Gaétan; TAFFLER, Richard J. Accounting information and analyst stock recommendation decisions: a content analysis approach. **Accounting and Business Research**, v.31, n.2, p. 91-101, 2001.
- BUSHMAN, Robert M.; SMITH, Abbie J. Financial accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 237-333, 2001.
- CARVALHAL-DA-SILVA, André; LEAL, Ricardo. Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil, 2003. Working Paper Series No. 390. Disponível em <http://papers.ssrn.com>
- COLE, Cathy J. Communicating key business strategies to investors. **Journal of Corporate Accounting & Finance**, v.13, n.1, p. 23-31, 2001.
- GARY, Jacobson. How valuable is the annual report? **Management Review**, v.77, n.10, p. 51-53, 1988.
- HAMEL, Gary; PRAHALAD, C. K. **Competindo pelo futuro: estratégias inovadoras para obter o controle do seu setor e criar os mercados de amanhã**. 17.ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 1995.
- HITT, Michael A; IRELAND, R. Duane; HOSKISSON, Robert E. **Administração estratégica: competitividade e globalização**. São Paulo: Pioneira Thomson, 2005.
- HOFSTEDE, Geert. **Culturas e organizações: compreender a nossa programação mental**. Lisboa: Edições Silabo, 1997.
- HOFSTEDE, Geert; McCRAE, Robert R. Personality and culture revisited: linking traits and dimensions of culture. **Cross-Cultural Research**, v. 38, n. 1, p. 52-88, 2004.

HOFSTEDE, G. The cultural relativity of organizational practices and theories. **Journal of International Business Studies**, v.14, n.1, p. 75-89, 1983.

KOHUT, Gary F.; SEGARS, Albert H. The president's letter to stockholders: an examination of corporate communication strategy. **The Journal of Business Communication**, v.29, n.1, p. 7- 21, 1992.

LA PORTA, Rafael; et al. Law and finance. **The Journal of Political Economy**, v.106, n.6, p.1113-1155, 1998.

LA PORTA, Rafael; et al. Legal determinants of external finance. **The Journal of Finance**. v.52, n.03, p.1131-1150, 1997.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES; Florêncio; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LOPES, Alexsandro Broedel; MARTINS, Eliseu. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas AS, 2005.

MINTZBERG, Henry; AHLSTRAND, Bruce; LAMPEL, Joseph. **Safári de estratégia: um roteiro pela selva do planejamento estratégico**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

MINTZBERG, HENRY; WATERS, James A. Tracking strategy in an entrepreneurial firm. **The Academy of Management Journal**, v. 25, n. 3, p. 465-499, 1982.

MONTGOMERY, Cynthia A.; PORTER, Michael E. **Estratégia: a busca da vantagem competitiva**. 5.ed. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

PALEPU, Krishna G.; BERNARD, Victor L.; HEALY, Paul M. **Business analysis and valuation: using financial statements**. 2. ed. Cincinnati: South-Western College Publishing, 2000.

PORTER, E. Michael. **Vantagem competitiva: criando e sustentando um desempenho superior**. 18. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1989.

ROGERS, Jonathan L.; SCHRAND, Catherine M.; VERRECCHIA, Robert E. "Does strategic disclosure explain the leverage effect?", 2004. Disponível em: <http://papers.ssrn.com>

SANTEMA, Sicco; VAN DE RIJT, Jeroen. Strategy disclosure in Dutch annual reports. **European Management Journal**, v.19, n.1, p. 101-108, 2001.

SANTEMA, Sicco; et al. Strategy disclosure in annual reports across Europe: a study on differences between five countries. **European Business Review**, v.17, n.4, p. 352-366, 2005.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v.52, n.2, p. 737-783, 1997.

SLACK, Nigel; et al. **Administração de produção**. São Paulo: Atlas, 1997.

VERGARA, Sylvia Constant. **Métodos de pesquisa em administração**. 2. ed. São Paulo: Atlas S.A., 2006.

WARD, Peter T.; BICKFORD, Deborah J.; LEONG, G. Keong. Configurations of manufacturing strategy, business strategy, environment and structure. **Journal of Management**, v. 22, n. 4, p. 597-626, 1996.

WARD, Peter T.; DURAY, Rebecca. Manufacturing strategy in context: environment, competitive strategy and manufacturing strategy. **Journal of Operations Management**, v. 18, p. 123-138, 2000.

WARD, Peter T.; McCREELY, John K.; RITZMAN, Larry P.; SHARMA, Deven. Competitive priorities in operations management. **Decision Sciences**, v. 29, n. 4, p. 1037-1048, 1998.

WHEELWRIGHT, Steven C. Manufacturing strategy: defining the missing link. **Strategic Management Journal**, v. 5, p. 77-91, 1984.

WRIGHT, Peter; KROLL, Mark J.; PARNELL, John. **Administração estratégica: conceitos**. São Paulo: Atlas, 2000.