



Disponível em  
<http://www.anpad.org.br/rac-e>

RAC-Eletrônica, Curitiba, v. 3, n. 1, art. 8,  
p. 142-158, Jan./Abr. 2009



## **Legibilidade dos Fatos Relevantes no Brasil<sup>(1)</sup>**

### **The Readability of Relevant Facts in Brazil**

**César Augusto Tibúrcio Silva \***

Doutor pela USP.  
Professor Titular da UnB, Brasília/DF, Brasil.

**José Lúcio Tozetti Fernandes**

Mestrando em Ciências Contábeis pelo Programa Multiinstitucional e Inter-regional  
de Pós-graduação da UnB-UFPB-UFRN, Brasília/DF, Brasil.

\* Endereço: César Augusto Tibúrcio Silva  
SQS 116, Bloco A, apto. 402, Brasília/DF, 70386-010. E-mail: cesartiburcio@unb.br

## RESUMO

O fato relevante é um comunicado ao mercado feito pelas empresas sobre decisão de acionista controlador ou da administração que possa influir na cotação e negociação dos valores mobiliários ou nos direitos dos acionistas. Estes comunicados geralmente são expressos em textos narrativos e podem ser divulgados em qualquer momento, ao contrário das demonstrações financeiras. Diversos estudos mostram a importância da informação narrativa, por ser frequentemente utilizados pelos investidores na tomada de decisão, pela sua tempestividade e por não serem auditados. Este estudo analisa a facilidade de leitura dos textos de 4.533 fatos relevantes, divulgados nos anos de 2002 a 2006 pelas companhias brasileiras de capital aberto. Os resultados encontrados mostram que apenas 10 por cento dos textos são de fácil leitura. Foi verificado, também, que a legibilidade no período diminuiu e que, no ano de 2005, a leitura foi considerada, em média, muito difícil. Ao mesmo tempo constatou-se que, ao longo dos anos, reduziu-se o número de fatos relevantes divulgados e que estes ficaram maiores. E quanto ao assunto, informações sobre lucro, prejuízo e proventos em dinheiro tinham a legibilidade mais fácil.

**Palavras-chave:** fato relevante; tempestividade; legibilidade.

## ABSTRACT

Relevant facts are information given by companies to the market concerning majority shareholder or management decisions which might interfere in securities quotations and trade or shareholders rights. This news is usually made available through written narratives and can be disclosed at any moment, unlike financial statements. Many studies show the importance of narrative information because this is frequently used by investors in decision making. It is timely and unaudited. The study analyzes the reading easiness of 4,533 relevant fact texts disclosed by Brazilian public companies from 2002 to 2006. The findings show that only 10 per cent of the texts are easy to read. The readability period was also found to be reduced, and in 2005 the reading was, on average, very difficult. At the same time, the number of relevant facts was shown to have reduced over the years and texts became longer. Concerning themes, information about profit, loss and cash fees had the easier readability.

**Key words:** relevant fact; timeliness; readability.

## INTRODUÇÃO

Como afirmam Dias e Nakagawa (2001), a função básica da contabilidade é a comunicação, tendo em vista que sua missão é identificar, mensurar e comunicar os eventos que afetam o patrimônio das entidades. Segundo estes autores, os elementos da teoria da comunicação poderiam ser atribuídos ao sistema contábil pela seguinte analogia: os eventos econômicos são as fontes básicas da informação contábil; os contadores e os transmissores dos eventos codificam-na e transmitem-na nos relatórios contábeis, que seriam o canal básico deste tipo de comunicação. Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC] (2004), a boa comunicação resulta em clima de confiança entre a empresa e os usuários internos e externos.

A comunicação dos eventos econômicos deve ser tempestiva e precisa, para permitir a correta tomada de decisão pelos usuários da contabilidade. Ao mesmo tempo, estas informações devem estar disponíveis para todos os usuários. A Comissão de Valores Mobiliários [CVM] (2007) tem como política de regulação garantir a disponibilidade tempestiva das informações sobre os negócios com valores mobiliários e sobre as companhias que os tenham emitido.

As empresas com ações negociadas na bolsa de valores possuem a obrigação de divulgar periodicamente informações contábeis para o mercado. Estas informações incluem as demonstrações financeiras (balanço patrimonial, demonstração do resultado do exercício, demonstração da mutação do patrimônio líquido, demonstração das origens e aplicações de recursos), relatório da administração e parecer da auditoria independente. Além destas informações, a Lei das Sociedades por Ações, em seu artigo 157 (Lei 6.404, 1976) prevê que os administradores têm o dever de informar à assembleia geral ordinária quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia. Ressalta-se que as alterações da Lei 6.404/1976 pela Lei 11.638/2007 não atingiu o dispositivo daquela norma sobre as obrigações de divulgação de fatos relevantes.

A Comissão de Valores Mobiliários, pela Instrução CVM nº 358 (CVM, 2002), regula a divulgação e o uso de informações sobre ato ou fato relevante e sobre negociação de valores mobiliários de emissão da companhia. É importante destacar que duas características diferenciam os fatos relevantes dos relatórios contábeis: os primeiros podem ser divulgados em qualquer tempo, ao contrário dos relatórios contábeis, que são divulgados em períodos regulares (trimestral ou anualmente); os fatos relevantes geralmente são comunicados em textos narrativos, enquanto as demonstrações financeiras são focadas em seus valores numéricos.

Segundo Jones e Shoemaker (1994), as informações financeiras também são comunicadas por textos narrativos. Clatworthy e Jones (2001) afirmam que os textos narrativos da contabilidade estão se tornando cada vez mais importantes nos relatórios financeiros externos. A *Securities and Exchange Commission [SEC]* (2003) ressalta a importância da explicação narrativa nos relatórios contábeis, tendo em vista que apenas a apresentação numérica ou em notas de rodapé, às vezes, são insuficientes para o julgamento correto dos investidores sobre dividendos ou sobre o desempenho futuro.

As pesquisas com os textos narrativos da contabilidade ainda são incipientes. Há mais de vinte anos, Jones e Shoemaker (1994) afirmaram que, na contabilidade, a análise de textos não tem sido o alvo de pesquisas para responder a questões a respeito de textos narrativos. Esta posição ainda não mudou. No Brasil poucas pesquisas deste tipo foram encontradas na área contábil, exceto alguns estudos com relatórios da administração (Rodrigues, 2005; Silva, Rodrigues, & Costa, 2005; Silva, Rodrigues, & Abreu, 2007), mas nenhum sobre o texto narrativo dos fatos relevantes. Talvez a principal explicação para esta quantidade reduzida de pesquisa na área se deva ao fato de que este tipo de pesquisa é trabalhoso e não existe um banco de dados pronto, com as informações facilmente disponíveis.

Apesar disto, os estudos mostram que pesquisas com textos narrativos são importantes, pois a tomada de decisão dos investidores se baseia, muitas vezes, neste tipo de informação. O estudo de Hynes e Bexley (2003) sobre a reação dos leitores dos relatórios anuais de bancos mostra que 50% dos investidores potenciais pesquisados afirmam que eles **sempre** ou **freqüentemente** lêem os relatórios

das companhias em que pretendem investir, e 43,2% dizem que a compreensibilidade dos relatórios afeta esta decisão. Os estudos com textos narrativos são importantes também pelo fato de serem dificilmente auditados, existindo um grande potencial para os administradores controlar e manipular as mensagens destes textos (Clatworthy & Jones, 2001). Outro aspecto que deve ser considerado é a necessidade de preocupação com a linguagem usada nas comunicações da contabilidade, que deve aumentar na medida em que cresce o número dos usuários (Dias & Nakagawa, 2001).

Os estudos realizados com textos narrativos têm utilizado a ferramenta da análise de conteúdo. Jones e Shoemaker (1994), ao examinarem as pesquisas sobre análise de conteúdo e legibilidade em relatórios anuais, dividem a análise de conteúdo em: 1) análise temática, focada nas tendências, atitudes ou categorias do texto para fazer inferências; e 2) análise sintática, com foco na dificuldade de leitura da mensagem transmitida pelo texto, no sucesso da comunicação das mensagens e na relação dos níveis de complexidade e o desempenho financeiro (Smith & Taffler, 1992). Estes autores afirmam que grupos de usuários com diferentes níveis de sofisticação do conhecimento contábil sentirão dificuldades diferentes no processamento das mensagens. Atribuem como fatores para a utilidade da informação narrativa a complexidade da exibição do texto (legibilidade) e a capacidade dos usuários discernirem a mensagem transmitida (compreensibilidade).

Jones e Shoemaker (1994) observaram cinco questões básicas em estudos sobre legibilidade: a) quão difícil é ler um relatório anual; b) algumas partes dos relatórios são mais difíceis de serem lidas do que outras; c) alguns tipos de relatórios são mais difíceis de serem lidos do que outros; d) os relatórios anuais estão ficando mais difíceis de serem lidos; e) há alguma associação entre a legibilidade dos relatórios e outras variáveis.

Este trabalho apresenta um estudo com fatos relevantes divulgados pelas companhias de capital aberto brasileiras do período de 2002 a 2006. Como no estudo de Clatworthy e Jones (2001), o foco aqui será a complexidade sintática dos textos narrativos dos fatos relevantes, complexidade cujo aumento indica que os textos são mais difíceis de serem lidos. Para isto foi utilizada a fórmula de legibilidade Flesch, que será discutida mais adiante. Adaptando as questões propostas por Jones e Shoemaker (1994), o estudo terá as seguintes questões-problema:

- 1) Quão difícil é ler um fato relevante?
- 2) Existem alguns tipos de fatos relevantes mais difíceis de serem lidos do que outros?
- 3) Os fatos relevantes estão se tornando mais difíceis de serem lidos?

O estudo está dividido em cinco seções. Após esta introdução é apresentado o referencial teórico com tópicos sobre divulgação de informações, fatos relevantes, método de legibilidade Flesch e pesquisas empíricas com textos narrativos e fórmulas de legibilidade. Na seção seguinte é apresentada a metodologia da pesquisa. Na seção Resultados, são apresentados os resultados e a análise desses resultados e, na última, são feitas as considerações finais do trabalho.

## **REFERENCIAL TEÓRICO**

### **Divulgação de Informações**

Hendriksen e Breda (1999, p. 135) citam a declaração do FASB de que o papel da divulgação de informação financeira na economia é “fornecer informação que seja útil para a tomada de decisões empresariais e econômicas”. Estes autores afirmam que a divulgação de informações deve ser adequada, para que as demonstrações não sejam enganadoras, justa no tratamento igualitário de todos os usuários da informação, e completa, ao transmitir a informação relevante.

De acordo com a Norma Brasileira de Contabilidade nº 1 (Conselho Federal de Contabilidade [CFC], 1995), as informações geradas pela contabilidade devem propiciar aos usuários base segura para a tomada de decisão quanto ao desempenho, à evolução, aos riscos e às oportunidades da companhia. Esta norma traz os atributos da informação contábil: a confiabilidade, referente à veracidade e abrangência do conteúdo destas informações; a tempestividade, no que concerne ao conhecimento em tempo hábil de tal informação pelo usuário na tomada de decisão; a compreensibilidade, relacionada com a clareza e objetividade na transmissão do conteúdo; e a comparabilidade, a qual deve permitir que o usuário obtenha o conhecimento da evolução da informação em dado momento.

O Comitê de Pronunciamentos Contábeis [CPC] (2008), na sua Estrutura Conceitual para a Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis, estabelece como característica qualitativa das demonstrações contábeis a compreensibilidade, ou seja, que as informações apresentadas nas demonstrações contábeis sejam prontamente entendidas pelos usuários.

O IBGC (2004, p. 8) afirma que “a comunicação não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, mas deve contemplar também os demais fatores que norteiam a ação empresarial e que conduzem à criação de valor”.

Nesse sentido, nem todas as informações podem ser evidenciadas por meio das demonstrações contábeis. Algumas informações úteis devem ser proporcionadas por outros veículos de divulgação. Hendriksen e Breda (1999, p. 529) afirmam “[...] dados financeiros relevantes e importantes [...] podem ser mais bem apresentados em forma narrativa”. Estes citam a declaração do *Financial Accounting Standard Board* de que a forma narrativa pode aumentar a utilidade de informações financeiras.

Silva *et al.* (2005) notam que os métodos de divulgação não se resumem apenas nas demonstrações contábeis e nas notas explicativas. As informações relevantes também podem ser disseminadas por meio do relatório da administração, boletins, reuniões com analistas de mercado/acionistas, entre outros. Caberá à entidade escolher o mais apropriado, conforme a natureza da informação e sua importância relativa.

## Fatos Relevantes

A Instrução CVM nº 358 (CVM, 2002) define ato ou fato relevante como qualquer decisão de acionista, da assembléia geral, dos órgãos da administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado com as atividades da empresa, que possa influir de modo ponderável na cotação da ação e na decisão de investidores quanto à negociação dos valores mobiliários ou no exercício de quaisquer direitos como acionista. Esta instrução não determina quais são os atos ou fatos relevantes que devem ser divulgados, mas exemplifica alguns que sejam potencialmente relevantes, como: mudança ou transferência no controle acionário, acordo de acionistas, cancelamento de registro da companhia, incorporação, fusão, cisão, transformação, mudança de critérios contábeis, renegociação de dívidas, alteração de direito dos acionistas, concordata, confissão de falência, e outros.

A Instrução CVM nº 358 (CVM, 2002) atribui a responsabilidade pela comunicação de qualquer fato relevante ao diretor de relações com investidores, que deve zelar pela ampla e imediata divulgação destas informações em todos os mercados nos quais os valores mobiliários de emissão da companhia são negociados. A divulgação deverá ser feita através de qualquer meio de comunicação, principalmente, em jornais de grande circulação. A comunicação deverá ocorrer sempre antes, no início ou após o encerramento das negociações nos mercados onde os valores estejam admitidos. Caso contrário, o diretor de relações com investidores pode solicitar a suspensão da negociação de tais valores até a adequada difusão da informação relevante no mercado.

Segundo a Instrução CVM nº 358 (CVM, 2002), se os acionistas controladores e administradores entenderem que a revelação destas informações colocará em risco o interesse legítimo da companhia,

eles podem deixar de fazer tal divulgação. A CVM poderá exigir do responsável pela comunicação de ato ou fato relevante esclarecimentos adicionais. A instrução prevê, ainda, que estas informações deverão ser expressas de modo claro e preciso em linguagem acessível ao público investidor, e que a companhia adote políticas de divulgação de ato ou fato relevante.

## Método de Legibilidade Flesch

A legibilidade está relacionada com a facilidade de leitura de um texto, geralmente considerando variáveis como comprimento de frases – quantidade média de palavras - e nas palavras – quantidade média de sílabas e/ou letras. É importante frisar a diferença entre legibilidade e compreensibilidade, pois a segunda está relacionada com o entendimento do leitor da mensagem que está sendo transmitida. A legibilidade está relacionada com o conteúdo, já a compreensão é a relação conteúdo-leitor (Smith & Taffer, 1992). A legibilidade de um texto pode ser mensurada pelas diversas fórmulas (*readability formulas*) existentes.

O método de facilidade de leitura Flesch classifica a legibilidade de um texto numa escala de zero (difícil) a 100 (muito fácil). Este método considera a quantidade de sílabas por palavras e a quantidade de palavras por sentença. Assim, quanto maior o tamanho das palavras e das sentenças mais difícil será a leitura de um texto. A fórmula padrão para o cálculo do Índice de Legibilidade Flesch é apresentada na equação a seguir:

$$206,835 - (1,015 \times \text{ASL}) - (0,846 \times \text{ASW}) \quad (1)$$

onde:

ASL = quantidade média de palavras por frases

ASW = quantidade média de sílabas por palavras

O estudo realizado por Martins, Ghiraldelo, Nunes e Oliveira (1996), sobre a aplicação de fórmulas de legibilidade em livros em português, mostrou que o método Flesch pode ser aplicado em textos brasileiros. Na Tabela 1 é apresentada a relação entre o escore Flesch e o nível de instrução necessário para leitura dos textos encontrados no estudo destes autores.

**Tabela 1: Escore Flesch Aplicado a Textos Brasileiros**

<b>Escore Flesch</b>	<b>Legibilidade</b>	<b>Nível de instrução</b>
100 - 75	Muito fácil	Da 1ª à 4ª série do Ensino Fundamental
74 - 50	Fácil	Da 5ª à 8ª série do Ensino Fundamental
49 - 25	Difícil	Ensino Médio e Nível Superior
24 - 0	Muito difícil	Textos acadêmicos

Fonte: baseado em Martins *et al.* (1996).

Entretanto Clatworthy e Jones (2001) citam como críticas da metodologia Flesch: o foco no número de sílabas e comprimento das frases, a criação do índice - há mais de 50 anos -, a aplicação inapropriada para textos com linguagem técnica, e por ser, algumas vezes, confundido como mensuração da compreensibilidade. A despeito das críticas, estes autores reforçam que o índice Flesch tem sido o método mais freqüentemente utilizado nas pesquisas contábeis para mensurar a complexidade sintática dos textos narrativos.

Segundo Courtis (1998), o uso da fórmula de legibilidade Flesch tem sido a preferência dos pesquisadores, devido principalmente ao fácil acesso a ferramentas em computadores para este cálculo, a facilidade de interpretação e a possibilidade de comparação com outros estudos.

## Pesquisas Empíricas com Textos Narrativos

Courtis (1998) investigou a variação de legibilidade dos comunicados narrativos dentro de 120 relatórios anuais de companhias listadas na bolsa de valores de Hong Kong. Os resultados mostraram que, até as 100 primeiras palavras dos textos, a leitura era fácil, as passagens mais difíceis ocorriam a partir da metade e, no final, a legibilidade era de dificuldade média. O autor não encontrou associação significativa entre a legibilidade e informações com boas ou más notícias.

Clatworthy e Jones (2001) pesquisaram o impacto da estrutura temática dos textos narrativos da contabilidade na variação da legibilidade de relatórios anuais. Os resultados encontrados foram que a introdução da declaração do presidente era a parte de mais fácil leitura e que a estrutura temática dessas declarações interfere na variação da legibilidade dos relatórios anuais. Mas estes autores não encontraram evidências que confirmem o uso da variação da legibilidade pelos administradores, para dar ênfase a boas notícias ou esconder notícias negativas.

Bligh e Hess (2005) utilizaram a técnica da análise de conteúdo para medir o grau de certeza, pessimismo, otimismo, atividade, linguagem técnica e urgência dos comunicados do presidente do Banco Central dos EUA. Eles encontraram que essas variáveis, usadas na linguagem dos comunicados, podem ajudar a prever oscilações no mercado financeiro no dia da divulgação e num horizonte de 10 dias.

Clatworthy e Jones (2006) analisaram características como o tamanho do texto; quantidade de sentenças na voz passiva; de pronomes pessoais; de palavras conjugadas no futuro; de referências a indicadores financeiros (vendas, lucros antes dos impostos, lucro e dividendos por ação), quantitativos (valores monetários e percentuais) na declaração do presidente contida nos relatórios financeiros de empresas lucrativas e não lucrativas. Eles encontraram que empresas não lucrativas, ao contrário das lucrativas, focam menos nos indicadores financeiros, nos resultados quantitativos, e em referências pessoais e sentenças passivas, enquanto focalizam no futuro.

Davis, Piger e Sedor (2006) analisaram a utilização de linguagem otimista ou pessimista pelos administradores na comunicação de 24 mil fatos relevantes do período de 1998 a 2003, e como o mercado responde à linguagem usada. Eles encontraram uma relação positiva (negativa) entre a linguagem otimista (pessimista) e o desempenho da companhia e a reação do mercado.

Li (2006) verificou a relação entre a legibilidade de mais de 55 mil relatórios anuais de 1994 a 2004 com o retorno das ações e o desempenho da companhia. O estudo constatou que os relatórios anuais das empresas com baixo desempenho eram os mais difíceis de serem lidos, e que o desempenho positivo das empresas com relatórios de fácil leitura era persistente nos 4 anos seguintes. Contudo não foi encontrada nenhuma relação entre a legibilidade e a reação do mercado no preço das ações.

Com relação às pesquisas realizadas com textos narrativos no Brasil, podem-se citar relatórios da administração. Entre estas pesquisas, o estudo de Silva *et al.* (2007) com relatórios da administração, publicado em 2002, onde se verificou a relação entre os relatórios e o desempenho financeiro das empresas. Este estudo mostrou que os relatórios são enviesados pelos interesses da administração, mas que possuem informações relevantes sobre a empresa.

Silva *et al.* (2005) analisaram o grau de compreensibilidade - uso da técnica Close - e legibilidade - método Flesch - dos relatórios da administração das companhias abertas do setor elétrico, publicados no ano de 2003. Os autores constataram que apenas uma das empresas analisadas possuía compreensibilidade satisfatória; 57% da amostra possuía compreensibilidade suficiente; e 40%, com baixo grau de compreensão. Quanto à legibilidade, 33% dos relatórios foram considerados de fácil leitura e 33% de difícil leitura.

O estudo realizado por Rodrigues (2005), com o objetivo de identificar as variáveis que afetam os relatórios da administração, obtidos da base de dados da CVM do ano de 2001 a 2003, analisou se existe relação entre o relatório e o desempenho da empresa. Os resultados mostraram que os relatórios

da administração contêm informações importantes da empresa e que há certo grau de viés em sua elaboração. Rodrigues comprovou que as empresas tendem a apresentar o cenário econômico de forma negativa, culpar o ambiente econômico pelo baixo desempenho, apresentar mais frases sobre perspectivas futuras e apresentar de forma otimista as reformas da administração.

## METODOLOGIA

Neste trabalho foi analisada a legibilidade dos fatos relevantes, disponíveis no sítio da CVM. A pesquisa ocorreu em quatro etapas: 1) coleta dos fatos relevantes; 2) conversão dos arquivos para o formato do Microsoft Word; 3) categorização e cálculo das estatísticas de legibilidade; e 4) cálculo das estatísticas descritivas.

Do sítio da CVM na internet foram coletados os fatos relevantes divulgados nos anos de 2002 a 2006 totalizando 5.117 arquivos de 656 empresas. Os arquivos estão em três bancos de dados diferentes disponíveis nos domínios: <http://www.cvm.gov.br>; <http://cvmweb.gov.br>; e <http://siteempresas.bovespa.com.br>. O primeiro e o segundo domínios são mantidos pela Comissão de Valores Mobiliários e o terceiro, pela Bolsa de Valores de São Paulo [Bovespa]. No primeiro domínio, estão os fatos relevantes divulgados até 29 de abril de 2002, dispostos em uma lista em ordem decrescente da data de divulgação. Durante o *download* dos arquivos deste domínio foi observado que alguns fatos relevantes (19) eram pertencentes a mais de uma empresa. Como forma de individualizar estes dados, eles foram copiados e nomeados para cada empresa. No segundo domínio encontram-se os fatos relevantes divulgados entre 30 de abril de 2002 a 3 de fevereiro de 2003, também dispostos em ordem decrescente da data de divulgação. No terceiro, com os fatos relevantes a partir de 4 de fevereiro de 2003.

Os arquivos baixados do tipo Adobe Acrobat [PDF], no total de 1.874, foram convertidos para documentos do Microsoft Word. Foram desconsiderados na análise de legibilidade 275 arquivos que estavam defeituosos, vazios ou cuja conversão para arquivo texto foi impossível.

Foram elaboradas categorias de assuntos tratados nos fatos relevantes, utilizando como base os exemplos da instrução CVM nº 358/2002. Os fatos relevantes foram lidos individualmente e classificados de acordo com o assunto tratado, conforme a Tabela 2. No processo de classificação pode ter existido certo grau de subjetividade do pesquisador, que talvez afete o resultado da pesquisa.

Após serem lidos e classificados todos os fatos relevantes, foram excluídos do texto título, cabeçalho, data, local, assinatura, rodapé, figuras, tabelas, quadros, gráficos, anexos que continham Estatuto Social da empresa, demonstrações financeiras ou texto em língua estrangeira, para que se procedesse à análise de legibilidade, a exemplo do que foi feito por Li (2006). Também conforme Li (2006), não foi realizada a análise de legibilidade dos fatos relevantes que continham apenas apresentação das demonstrações financeiras, pois isto distorce a análise. Da mesma forma, não foram analisados os fatos relevantes que continham apenas tabelas ou estavam em língua estrangeira.



**Tabela 2: Tipos de Assuntos dos Fatos Relevantes**

<b>Tipo</b>	<b>Descrição</b>
1	Informações sobre mudança ou transferência do controle acionário da companhia
2	Informações sobre celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente
3	Decisão, aprovação, autorização e outras informações para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro, que constitua emissão pública
4	Informações sobre aumento, redução ou outras alterações na composição do Capital Social da empresa, por subscrição privada ou restituição aos acionistas
5	Decisão, e outras informações, de promover o cancelamento de registro da companhia aberta
6	Informações sobre incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas
7	Informações sobre transformação ou dissolução da companhia
8	Mudança de critérios contábeis
9	Liquidação, quitação, acordo ou renegociação de dívidas
10	Aprovação e outras informações de plano de outorga de opção de compra de ações
11	Alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia
12	Desdobramento, grupamento, conversão de ações ou atribuição de bonificação
13	Aquisição e alienação de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento
14	Lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro
15	Informações sobre celebração, extinção ou alteração de contrato, ou o insucesso na sua realização
16	Aprovação, alteração ou desistência de projeto ou investimentos ou atraso em sua implantação
17	Início, retomada, paralisação e alteração nas características da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço
18	Descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia
19	Projeções divulgadas pela companhia e suas modificações
20	Informações sobre impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência ou recuperação judicial, bem como ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia
21	Informações sobre remuneração aos acionistas, quais sejam distribuição de JCP e dividendos
22	Informação sobre a aquisição e alienação (ou intenções) de participação e/ou controle acionário relevante, e sobre negociações de controladores e acionistas
23	Mudança nos membros da diretoria, presidência, conselho de administração ou de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas
24	Constituição de subsidiária, <i>joint venture</i> , sociedade de propósito específico ou outra sociedade por parte da empresa
25	Informações sobre emissão, repactuação e outras informações de títulos mobiliários da companhia (debêntures, notas promissória, etc.)
26	Fatos relevantes que possuem mais de uma classificação das descritas acima
27	Outros – fatos relevantes que não se enquadram nas categorias acima

Fonte: elaboração própria.

Calcularam-se as seguintes estatísticas de legibilidade de um texto com as seguintes informações: quantidade de letras; quantidade de palavras; quantidade de sentenças; número médio de sentenças por parágrafo; número médio de palavras por sentença; número médio de letras por palavra; e legibilidade método Flesch.

Durante a classificação e a análise de legibilidade, notou-se que alguns fatos relevantes eram divulgados mais de uma vez na mesma data (como ocorreu com a Companhia Siderúrgica Nacional, em 1 de abril de 2004). Nestes casos, foi considerado apenas um dos arquivos para análise da legibilidade. Em 88 arquivos não foi possível calcular as estatísticas de legibilidade por parte do software. Portanto, dos 5.117 fatos relevantes coletados foi verificado a legibilidade de 4.533 ou 88,6% do total, como mostra a Tabela 3.

**Tabela 3: Fatos Relevantes Verificados**

<b>Coletados</b>	<b>5117</b>
Individualizados	+ 26
Vazios e Corrompidos	- 16
Não convertidos para arquivo texto	- 259
Só Demonstrações Financeiras	- 61
Só Tabelas	- 19
Em Língua Estrangeira	- 10
Repetidos	- 157
Sem verificação por parte do <i>software</i>	- 88
<b>Verificados</b>	<b>4533</b>

Fonte: elaboração própria.

Foram calculadas as estatísticas de legibilidade em cada ano, nos 5 anos e para cada tipo de assunto. Os índices analisados foram medidas de tendência (média, mediana e quartis); de distribuição (assimetria e curtose); e de dispersão (desvio padrão, mínimo e máximo).

## RESULTADOS

A Tabela 4 apresenta os resultados das estatísticas de legibilidade nos 5 anos. No período os fatos relevantes obtiveram média igual a 27 no score Flesch, indicando uma legibilidade **difícil**. O intervalo de legibilidade variou de zero (muito difícil) a 90 (muito fácil).

O coeficiente de assimetria positiva da distribuição dos escores Flesch mostra uma assimetria à direita, e a curtose negativa indica um alto grau de afilamento desta distribuição. Ou seja, a legibilidade dos fatos relevantes no período analisado está concentrada nos tipos difícil ou muito difícil. Isto também pode ser verificado no primeiro quartil, em que 25% desses primeiros fatos relevantes possuem legibilidade **muito difícil**; no terceiro quartil temos que os 75% dos fatos relevantes possuem score Flesch máximo igual a 40, ou seja, legibilidade **difícil**. No geral, apenas 10% dos fatos relevantes verificados possuíam legibilidade **fácil** ou **muito fácil** (score Flesch maior que 50).

A quantidade de letras, de palavras e de sentenças dá uma dimensão do tamanho dos textos. Em média, os fatos relevantes analisados destes 5 anos continham 2.282 letras e 422 palavras, com textos que variavam de 43 até 114.133 letras e de 8 até 21.554 palavras. As informações passadas por estes textos foram expressas por uma frase e até por 688 frases. Para comparação, o trabalho realizado por Rodrigues (2005) com relatórios de administração mostra que os relatórios continham em média 7.119 letras e 1.291 palavras, em 2001; e 8.318 letras e 1.511 palavras, em 2003.

As variáveis letras por palavras, palavras por sentenças e sentenças por parágrafos mostram como estão estruturadas as partes componentes do texto. Assim, em média as palavras dos fatos relevantes verificados possuíam 5 letras; as frases, 51 palavras e os parágrafos continham duas frases. Os relatórios de administração analisados por Rodrigues (2005) possuíam períodos menores, com média de 35 (2001) a 37 (2003) palavras por frases, contudo as palavras, de 9 (2001) a 5 (2002 e 2003) letras.

A Tabela 4 apresenta as estatísticas descritivas do score de legibilidade Flesch para cada ano. Em todos os anos, os fatos relevantes verificados foram, em média, considerados de **difícil** leitura (score Flesch menor que 50) e observou-se uma queda da legibilidade no período de 2002 a 2005. Neste primeiro ano, os fatos relevantes foram considerados os de melhor legibilidade do período analisado, com índice Flesch igual a 30 (leitura difícil). Entretanto, a legibilidade dos fatos relevantes publicados no ano de 2005 foi a menor do período em questão, considerada como **muito difícil** (score 24), podendo ser comparada com a leitura de textos acadêmicos, conforme o estudo de Martins *et al.* (1996).

**Tabela 4: Estatísticas Descritivas da Legibilidade nos 5 Anos**

	Escore Flesch	Quantidade de Letras	Quantidade de Palavras	Quantidade de Sentenças	Sentenças /Pará- grafos	Palavras/ Sentenças	Letras/ Palavras
N	4533	4533	4533	4533	4533	4533	4533
Média	26,75	2207	421	11	1,718	51,472	5,192
Mediana	28,00	1198	234	5	1,3	43,8	5,1
Desvio Padrão	18,062	4222,132	799,346	26,029	2,1296	30,171	1,2634
Assimetria	0,116	10,655	10,692	12,981	17,064	2,495	32,458
Curtose	-0,709	187,167	188,060	255,858	487,009	9,036	1165,116
Mínimo	0	43	8	1	0,0	2,0	3,1
Máximo	90	114133	21554	688	71,5	290,0	53,2
Quartil	1	12	753	146	3	1	33,3
	3	40	2101	407	11	1,8	59,4

Fonte: elaboração própria.

Também observou-se que no ano de 2005 a mediana foi classificada como legibilidade **muito difícil**, ao contrário dos outros anos, classificada como de **difícil** leitura. Já o 1º quartil mostra que o primeiro 25% dos fatos relevantes na distribuição de frequência de cada ano eram de muito difícil leitura (escore Flesch menor 24), enquanto no 3º quartil foram considerados de legibilidade difícil (escore entre 25 e 49).

A curtose do escore Flesch foi negativa para todos os anos, indicando maior concentração dos dados referentes à legibilidade dos fatos relevantes. A assimetria sempre positiva mostra que essa concentração está situada antes da média, ou seja, são poucos os fatos relevantes em cada ano de legibilidade melhor do que a média (legibilidade fácil ou muito fácil).

A dispersão dos dados de cada ano foi muito próxima, com desvios-padrões variando entre 17 e 19. Em todos os anos foram encontrados fatos relevantes com escore Flesch igual a zero (muito difícil). Contudo, exceto no ano de 2006, que teve fatos relevantes considerados com uma facilidade leitura máxima igual a **fácil** (índice de legibilidade entre 50 e 74). Nos outros anos a legibilidade máxima verificada nos textos foi **muito fácil** (escore maior que 75). Também se verificou que houve redução na quantidade de fatos relevantes no período considerado, partindo dos 1.132 fatos relevantes analisados do ano 2002, até os 868 de 2006. O ano de 2004 foi o que divulgou a menor quantidade de fatos relevantes.

**Tabela 5: Estatísticas Descritiva do Escore de Legibilidade Flesch de Cada Ano**

	2002	2003	2004	2005	2006
N	1132	872	707	954	868
Média	30	28	26	24	25
Mediana	31	29	27	24	27
Desvio Padrão	18,747	17,764	17,576	17,808	17,456
Assimetria	0,058	0,057	0,119	0,213	0,069
Curtose	-0,667	-0,705	-0,655	-0,784	-0,806
Mínimo	0	0	0	0	0
Máximo	90	80	79	77	74
Quartil	1	16	14	12	8
	3	44	41	39	38

Fonte: elaboração própria.

A Tabela 6 apresenta os resultados dos testes de médias uni-caudal entre os anos contidos na primeira linha com os anos dispostos na primeira coluna. Os resultados mostram que a hipótese nula de não haver significância estatística entre a média do escore Flesch do ano de 2002 com cada ano subsequente foi rejeitada, ou seja, a legibilidade dos fatos relevantes publicados em 2002 é maior do que os outros anos, com nível de confiança de 99%. O mesmo aconteceu com o teste entre o ano de 2003 e os anos subsequentes, com significância de 5% para o teste 2003-2004, e de 1% para os testes de 2003-2005 e 2003-2003-2006, indicando que 2003 apresentou fatos relevantes de melhor legibilidade em comparação com os anos posteriores, mas menor do que 2002. Não foi encontrada variação estatisticamente significativa do escore Flesch entre os anos 2004, 2005 e 2006. Contudo ainda se pode inferir que a legibilidade dos fatos relevantes dos dois primeiros anos do período analisado era maior que aquela dos anos posteriores, indicando redução da legibilidade no período.

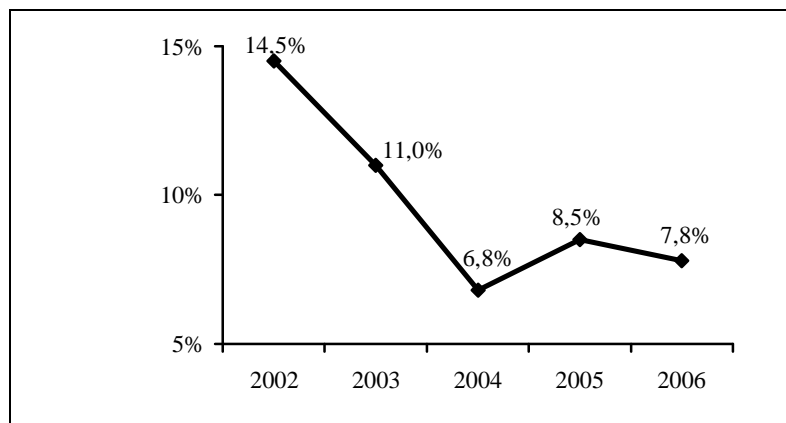
**Tabela 6: Teste t das Médias do Escore Flesch**

	2002	2003	2004	2005
2003	rejeita* (2,87)			
2004	rejeita* (5,12)	rejeita** (2,31)		
2005	rejeita* (7,15)	rejeita* (4,05)	não rejeita (1,48)	
2006	rejeita* (5,96)	rejeita* (2,95)	não rejeita (0,47)	não rejeita (-1,07)

Teste t para duas amostras considerando variâncias diferentes;  
Entre parênteses está a estatística t que determina a significância estatística de cada teste;  
(\*): significativo a 0,01 de nível de significância;  
(\*\*): significativo a 0,05 de nível de significância.  
Fonte: elaboração própria.

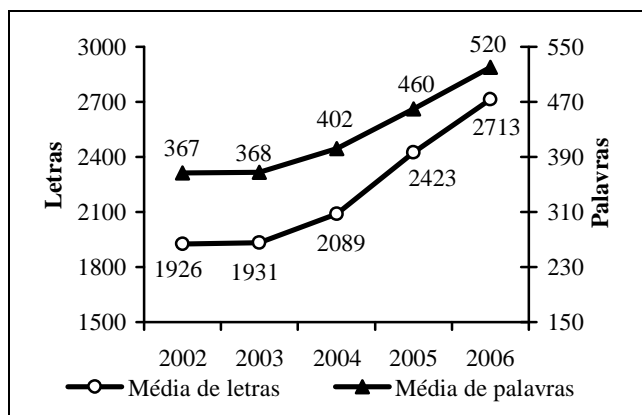
A Figura 1 mostra a proporção dos fatos relevantes com escore Flesch maior que 50 em cada ano, ou seja, com legibilidade fácil ou muito fácil. Observa-se que houve redução no número de fatos relevantes divulgados com estes tipos de leitura. Assim, enquanto no ano de 2002 14,5% dos fatos relevantes divulgados tinham legibilidade considerada fácil ou muito fácil, em 2006 essa proporção caiu para apenas 7,8% dos FRs (este ano não teve FRs de legibilidade muito fácil, como já comentado anteriormente na Tabela 5). Contudo no ano de 2004 foi verificada a menor proporção (6,8%) de FRs de fácil ou muito fácil leitura.

As Figuras 2 e 3 apresentam as médias de letras, palavras e palavras por sentenças dos fatos relevantes de cada ano analisado. Os resultados mostram que o tamanho do texto dos fatos relevantes cresceu no período, como pode ser observado pela curva ascendente do número médio de letras e de palavras. No geral, o tamanho das frases também aumentou, incorporando mais palavras nas sentenças. O movimento das variáveis em comparação com a legibilidade média de cada ano mostra que os fatos relevantes estão apresentando textos mais extensos e de difícil leitura.

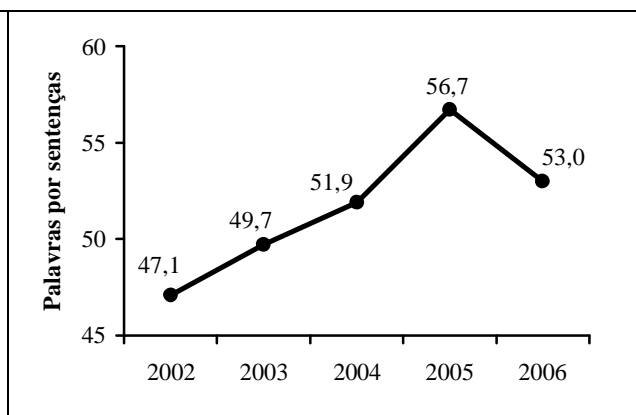
**Figura 1: Proporção de Fatos de Relevantes com Escore Flesch Maior que 50 dos Anos 2002-2006**

Fonte: elaboração própria.

A média de palavras/sentenças, como uma das variáveis da fórmula de legibilidade Flesch, é um dos indicadores que mostram o porquê da queda da facilidade de leitura no período, uma vez que quanto maior a quantidade de palavras nas frases, menor será a legibilidade. Assim, enquanto a legibilidade do período se foi reduzindo até o ano de 2005 com melhora em 2006, a quantidade média de palavras por sentenças aumentou até o ano de 2005 (o ano com pior legibilidade) e caiu em 2006.

**Figura 2: Quantidade Média de Letras e Palavras de 2002 a 2006**

Fonte: elaboração própria.

**Figura 3: Quantidade Média de Palavras por Sentenças de 2002 a 2006**

Fonte: elaboração própria.

A Tabela 7 apresenta os resultados da estatística descritiva da legibilidade dos assuntos tratados nos fatos relevantes. O assunto mais encontrado foi o referente a informações sobre negociação de ações de emissão da companhia ou de suas participações acionárias (item 22 da tabela), com 966 fatos relevantes analisados. Em contrapartida, o assunto menos encontrado foi o referente à transformação ou dissolução da companhia (item 7), com 11 fatos relevantes.

O tipo de assunto com melhor legibilidade foi o referente a informações sobre lucro, prejuízo ou proventos em dinheiro (14), que teve leitura fácil. A assimetria e a curtose negativas mostram que a curva de frequência dos fatos relevantes deste tipo de assunto é assimétrica à esquerda e com alto grau de afilamento, ou seja, estão mais presentes e concentrados nas categorias com maior escore Flesch.

**Tabela 7: Legibilidade dos Fatos Relevantes por Assunto nos 5 Anos**

Assunto	N	Média	Legibilidade	Mediana	Desvio padrão	Assimetria	Curtose
1	60	20,9	muito difícil	20,5	17,762	0,203	-1,317
2	61	17,2	muito difícil	17,0	14,876	0,062	-1,540
3	114	25,2	difícil	26,0	15,808	-0,103	-0,676
4	168	21,6	muito difícil	22,0	19,146	0,442	-0,635
5	127	27,8	difícil	27,0	18,247	0,207	-0,687
6	532	23,0	muito difícil	24,0	15,257	-0,002	-0,638
7	11	34,0	difícil	36,0	21,068	0,122	0,086
8	37	27,5	difícil	26,0	14,787	0,242	0,066
9	90	26,8	difícil	24,0	16,011	0,28	-0,540
10	18	14,2	muito difícil	9,5	15,086	0,362	-1,597
11	73	24,0	muito difícil	25,0	18,539	0,057	-1,393
12	90	26,2	difícil	28,5	16,918	-0,187	-0,894
13	148	36,3	difícil	41,5	20,228	-0,554	-0,549
14	33	56,8	fácil	63,0	13,836	-0,561	-0,946
15	160	28,0	difícil	28,0	18,074	0,187	-0,628
16	57	30,4	difícil	33,0	18,812	-0,318	-0,917
17	96	29,6	difícil	30,5	20,009	-0,012	-0,946
18	20	39,7	difícil	43,0	14,094	-1,232	1,936
19	22	34,9	difícil	39,0	16,34	-0,618	0,634
20	103	27,5	difícil	26,0	20,028	0,515	0,030
21	414	34,8	difícil	37,0	16,953	-0,328	-0,521
22	966	27,1	difícil	28,0	18,066	0,108	-0,702
23	97	25,1	difícil	26,0	18,478	0,218	-0,891
24	87	27,8	difícil	30,0	14,39	-0,613	-0,303
25	193	24,3	muito difícil	26,0	16,971	-0,024	-1,008
26	59	24,2	muito difícil	29,0	15,839	-0,381	-1,098
27	697	23,3	muito difícil	23,0	17,389	0,333	-0,647

Fonte: elaboração própria.

Os fatos relevantes com informações sobre plano de outorga de opção de compra de ações (item 10) foram os que obtiveram a legibilidade mais baixa, considerados de leitura muito difícil. A assimetria positiva (à direita) e a curtose negativa confirmam que estes fatos relevantes estão mais presentes e concentrados nas categorias inferiores do escore Flesch.

Os assuntos que apresentaram os maiores textos foram os referentes à incorporação, fusão ou cisão (item 6), com legibilidade muito difícil; e os referentes à concordata, falência, recuperação ou ação judicial (item 20), com legibilidade difícil, os quais continham mais de 5.000 palavras em média. Já os menores textos analisados traziam informações sobre a fabricação ou comercialização de produtos e serviços (item 17) com 1.057 letras em média e legibilidade difícil.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste estudo foi analisar a complexidade sintática – legibilidade – dos fatos relevantes das companhias de capital aberto brasileiras, do período de 2002 a 2006. A legibilidade de textos narrativos é uma das determinantes da utilidade da informação na adequada tomada de decisões por investidores e outros usuários. Para isto foi aplicada a fórmula de facilidade de leitura Flesch em 4.533 fatos relevantes disponíveis no sítio da CVM.

Os resultados mostram que os fatos relevantes emanados pelas empresas brasileiras nos últimos 5 anos são de difícil leitura; apenas 10 por cento foram considerados de leitura fácil, exigindo do leitor nível médio ou superior. Também foi verificado que os fatos relevantes estão ficando mais difíceis de serem lidos, já que no ano de 2002 o escore Flesch era 30 e em 2006, 25. Ao mesmo tempo, observou-se que os fatos relevantes estão ficando maiores, representados pelo aumento na quantidade de letras. Os fatos relevantes divulgados no ano de 2005 foram os de pior legibilidade com escore Flesch 24, comparado à legibilidade de textos acadêmicos. Quanto ao tipo de assunto, os fatos relevantes com informações sobre lucro, prejuízo ou proventos em dinheiro foram considerados os de mais fácil leitura, enquanto fatos relevantes sobre plano de outorga de opção de compra de ações os de legibilidade mais difícil.

Portanto verificou-se que as empresas brasileiras de capital aberto estão divulgando menos fatos relevantes e que estão maiores e continuam de difícil leitura. Isso diverge da declaração do IBGC (2004), de que a administração deve cultivar o desejo de informar e fazer **boa** comunicação com o intuito de proporcionar clima de confiança entre a empresa e os *stakeholders*.

Assim, atenção especial deveria ser dada, principalmente por parte da CVM, à forma como os textos narrativos dos fatos relevantes são divulgados, tendo em vista que a legibilidade pode representar uma melhoria na evidenciação da informação contábil. Isto é baseado nos argumentos de que informações contábeis, apresentadas em forma narrativa, são amplamente utilizadas por investidores na tomada de decisão (Hynes & Bexley, 2003). Como tais informações não são em geral auditadas, cumpre considerar que esta insuficiente verificação não garante que tais informes narrativos sejam tratados com justeza e veracidade e podem apresentar uma informação enviesada da administração (Clatworthy & Jones, 2001, 2006).

**Artigo recebido em 12.02.2008. Aprovado em 17.07.2008.**

## NOTA

<sup>1</sup> Este trabalho recebeu incentivo financeiro do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico [CNPq]. Os autores gostariam de agradecer a dois avaliadores anônimos que contribuíram para melhoria do texto. Obviamente que os erros encontrados no trabalho são de responsabilidade dos autores.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Bligh, M., & Hess, G. D. (2005). A quantitative assessment of the quantitative aspects of chairman greenspan's communications [Working paper]. *Claremont Graduate University and Claremont McKenna College*, Claremont, CA.
- Clatworthy, M., & Jones, M. J. (2001). The effect of thematic structure on the variability of annual report readability. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 14(3), 311-326.
- Clatworthy, M., & Jones, M. J. (2006). Differential patterns of textual characteristics and company performance in the chairman's statement. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19(4), 493-511.
- Comissão de Valores Mobiliários. (2002). Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002. *Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas e dá outras providências*. Recuperado em 20 setembro, 2007, de <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=%5Cinst%5Cinst358.htm>

- Comissão de Valores Mobiliários. (2007). *Cadernos CVM*. Recuperado em 05 fevereiro, 2007, de [http://www.cvm.gov.br/port/protin/cadernol\(new\).asp](http://www.cvm.gov.br/port/protin/cadernol(new).asp)
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2008). *Estrutura conceitual para a elaboração e apresentação das demonstrações contábeis*. Recuperado em 03 julho, 2008, de [http://www.cpc.org.br/pdf/pronunciamento\\_conceitual.pdf](http://www.cpc.org.br/pdf/pronunciamento_conceitual.pdf)
- Conselho Federal de Contabilidade. (1995). Resolução CFC Nº 785, de 28 de julho de 1995. *Aprova a NBC T 1 – Das características da informação contábil*. Brasília, DF. Recuperado em 20 dezembro, 2006, de [http://www.cfc.org.br/sisweb/sre/docs/RES\\_785.doc](http://www.cfc.org.br/sisweb/sre/docs/RES_785.doc)
- Courtis, J. (1998). Annual report readability variability: test of obfuscation hypothesis. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 11(4), 459-471.
- Davis, Â. K., Piger, J. M., & Sedor, L. M. (2006). Beyond the numbers: an analysis of optimistic and pessimistic language in earnings press Releases [Working paper]. *Federal Reserve Bank of St. Louis - Research Division*, Saint Louis, MO.
- Dias, J. M. F., & Nakagawa, M. (2001). Análise do processo da comunicação contábil: uma contribuição para a solução de problemas semânticos utilizando conceitos da teoria da comunicação. *Revista Contabilidade & Finanças*, 15(26), 42-57.
- Hendriksen, E. S., & Breda, M. F. van (1999). *Teoria da contabilidade* (A. Z. Sanvicente, Trad.). São Paulo: Atlas. (Obra original publicada em 1992).
- Hynes, G. E., & Bexley, J. B. (2003). Reader responses to bank's annual reports. *Proceedings of the Academy of Commercial Banking and Finance*, 3(2), 23-26.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2004). *Código das melhores práticas de governança corporativa* (3a ed.). Recuperado em 26 fevereiro, 2007, de [http://www.ibgc.org.br/imagens/StConteudoArquivos/Codigo\\_IBGC\\_3\\_versao.pdf](http://www.ibgc.org.br/imagens/StConteudoArquivos/Codigo_IBGC_3_versao.pdf)
- Jones, M. J., & Shoemaker, P. A. (1994). Accounting narratives: a review of empirical studies of content and readability. *Journal of Accounting Literature*, 13, 142-184.
- Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (1976). *Lei das sociedades por ações*. Dispõe sobre as sociedades por ações. *Diário Oficial da União*. Recuperado em 23 de março, 2008, de [http://www.planalto.gov.br/Ccivil\\_03/Leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/Ccivil_03/Leis/L6404compilada.htm)
- Li, F. (2006). Annual report readability, earnings and stock returns [Working Paper nº 1028]. *Ross School of Business, University of Michigan*, Michigan, MI.
- Martins, T. B. F., Ghiraldelo, C. M., Nunes, M. G. V., & Oliveira, O. N., Jr. (1996). *Readability formulas applied to textbooks in brazilian portuguese* (Notas do ICMC-USP, Série Computação). Recuperado em 20 setembro, 2007, de [http://www.icmc.usp.br/~biblio/Ncomp\\_28.pdf](http://www.icmc.usp.br/~biblio/Ncomp_28.pdf)
- Rodrigues, F. F. (2005). *Análise das variáveis que influenciam as informações divulgadas nos relatórios da administração das companhias abertas brasileiras: um estudo empírico nos anos de 2001 a 2003*. Dissertação de mestrado. Universidade de Brasília, DF, Brasil.
- Securities and Exchange Commission. (2003). *Disclosure in management's discussion and analysis about off-balance sheet arrangements and aggregate contractual obligations*. Recuperado em 26 fevereiro, 2007, de <http://www.sec.gov/rules/final/33-8182.htm>
- Silva, C. A. T., Rodrigues, F. F., & Abreu, R. L. (2007). Análise dos relatórios da administração das companhias abertas brasileiras: um estudo do exercício social de 2002. *Revista de Administração Contemporânea*, 11(2), 71-92.



Silva, C. A. T., Rodrigues, F. F., & Costa, P. S. (2005, setembro). Análise da compreensibilidade e da legibilidade dos relatórios de administração em empresas brasileiras de capital aberto do setor de energia elétrica. *Anais do Encontro Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração*, Brasília, DF, Brasil, 29.

Smith, M., & Taffler, R. (1992). Readability and understandability: different measures of the textual complexity of accounting narrative. *Accounting, Auditing e Accountability Journal*, 5(4), 84-98.