



# **DISCLOSURE DE ESTRATÉGIA EM RELATÓRIOS ANUAIS: UMA ANÁLISE DE DIMENSÕES CULTURAIS, DE SISTEMA LEGAL E DE GOVERNANÇA CORPORATIVA EM EMPRESAS DE QUATRO PAÍSES<sup>1</sup>**

## **MARCELO SANCHES PAGLIARUSSI**

*Doutor em Ciência e Engenharia de Materiais pelo Programa de Pós-Graduação em Ciência e Engenharia de Materiais da Universidade Federal de São Carlos (UFSCar).  
Professor do Departamento de Administração da Universidade Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças Business School (Fucape).  
Avenida Fernando Ferrari, 1.358, Boa Vista, Vitória – ES – Brasil – CEP 29075-505  
E-mail: marcelo@fucape.br*

## **GIULIANA BRONZONI LIBERATO**

*Mestre em Ciências Contábeis pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças Business School (Fucape).  
Pesquisadora do Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças Business School (Fucape).  
Avenida Fernando Ferrari, 1.358, Boa Vista, Vitória – ES – Brasil – CEP 29075-505  
E-mail: gliberato@gmail.com*

## RESUMO

Este estudo teve como objetivo oferecer explicações para as diferenças observadas no nível de *disclosure* de aspectos relativos à estratégia verificado nos relatórios anuais de uma amostra de firmas dos Estados Unidos, do Reino Unido, da França e do Brasil. Três elementos teóricos centrais foram articulados para explicar as variações no nível de *disclosure* de estratégia na amostra: dimensões culturais, sistema legal e governança corporativa. Uma matriz de previsão foi construída com base na teoria, e abordou-se o *disclosure* da estratégia em cada relatório por meio da técnica de análise de conteúdo temático. A amostra foi formada por 73 relatórios anuais de empresas de quatro países no ano de 2006. As hipóteses foram testadas por análise de regressão linear e testes não paramétricos de igualdades de média. Os resultados suportam parcialmente a hipótese desenvolvida, de que existe influência significativa das variáveis culturais, do sistema legal e de governança corporativa de cada país nos níveis de *disclosure* de estratégia observados nos relatórios anuais. As diferenças mais significativas estão relacionadas com o sistema legal de cada país. As empresas da amostra pertencentes aos Estados Unidos e ao Reino Unido, caracterizados pelo uso do direito consuetudinário (*Common Law*), apresentaram maiores níveis de *disclosure* de estratégia que as empresas pertencentes à França e ao Brasil, países que adotam o direito romano (*Civil Law*). Este estudo contribui para a pesquisa na área de *disclosure* de estratégia ao oferecer evidências empíricas de que o sistema legal tem poder de influir na quantidade de informações estratégicas reveladas pelas empresas de capital aberto. No entanto, o processo de análise de conteúdo manual é um limitador do tamanho da amostra utilizada.

## PALAVRAS-CHAVE

*Disclosure*; Estratégia; Sistema legal; Governança corporativa; Dimensões culturais.

## 1 INTRODUÇÃO

Desde o início da década de 1990, diversos estudos têm sido conduzidos nos Estados Unidos a respeito da qualidade das informações contidas nos relatórios anuais corporativos. Tais estudos foram justificados pelo peso que as informações apresentadas nesses relatórios têm no processo de tomada de decisão, como o realizado pelos analistas de mercado (ZMIJEWSKI, 1993).

O tema *disclosure* tem sido extensivamente investigado na pesquisa acadêmica em Economia e Contabilidade. Os trabalhos seminais de Grossman e Hart (1980) e Milgrom (1981) demonstraram que, em uma situação de precificação de ativos, a estratégia de *full disclosure* é ótima para o vendedor quando os compradores são racionais e consideram que qualquer informação retida pelo vendedor é desfavorável para o ativo em questão. Posteriormente, Dye (1986) demonstrou que, na existência de informações proprietárias e não proprietárias, uma estratégia de *disclosure* parcial é ótima para o vendedor, pois a divulgação de informações proprietárias reduz o valor futuro do ativo. Tais estudos, entretanto, utilizam o construto *disclosure* como um fato estilizado, sem se ater a detalhes do que está sendo divulgado.

Os estudos que focam o *disclosure* nos relatórios anuais corporativos têm procurado avaliar a qualidade do *disclosure* por meio de medidas subjetivas ou semiobjetivas. No primeiro caso, estão os estudos baseados nas impressões dos analistas e de outros grupos interessados. Na abordagem semiobjetiva, estão os estudos que empregam escalas de *disclosure* especificamente elaboradas para cada caso e também estudos desenvolvidos por meio da técnica de análise do conteúdo (BEATTIE; MCINNES; FEARNLEY, 2004).

Este estudo tem o objetivo explicar as diferenças observadas nos níveis de *disclosure* de estratégia observados nos relatórios anuais corporativos de firmas dos Estados Unidos, do Reino Unido, da França e do Brasil. O estudo está alinhado com a pesquisa que aborda a qualidade do *disclosure* por meio do uso de técnicas de análise de conteúdo. Dois estudos diretamente relacionados a este trabalho são as pesquisas de Santema e Van de Rijt (2001) e Santema et al. (2005).

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 de 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 o nível 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. Os resultados de Santema e Van de Rijt (2001) indicam que as empresas holan-

desas apresentam um nível relativamente baixo de divulgação de informações a respeito de sua estratégia, principalmente com relação a aspectos referentes aos objetivos, ao monitoramento, às 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. Os autores tentam estabelecer se diferenças nacionais influenciam no nível de *disclosure* de estratégia. Com esse propósito, eles utilizam elementos de governança corporativa e diferenças culturais para prever a extensão com que as empresas fazem o *disclosure* de sua estratégia. Os resultados de Santema et al. (2005) indicam que as diferenças nacionais influenciam no *disclosure* de estratégia.

Este estudo propõe contribuições em relação ao trabalho de Santema et al. (2005). A primeira contribuição é de caráter metodológico, pois aqui a abordagem do *disclosure* foi realizada de maneira diferente da de Santema e Van de Rijt (2001) e Santema et al. (2005). Tal escolha foi motivada pela inexistência, nos trabalhos citados, de orientações metodológicas a respeito da aplicação da escala utilizada pelos autores para abordar as variáveis relacionadas à estratégia. Para mensurar o *disclosure* de estratégia das firmas, são apresentados oito construtos baseados nas proposições teóricas de Wright, Kroll e Parnell (2000), Hitt, Ireland e Hoskisson (2005), Porter (1989), Slack et al. (1997), Hamel e Prahalad (1995), Mintzberg, Ahlstrand e Lampel (2000), Mintzberg e Waters (1982) e nos trabalhos de Skinner (1969), 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).

A segunda contribuição oferecida envolve a incorporação das diferenças nos sistemas legais na análise do *disclosure*. Além da utilização dos aspectos das dimensões culturais e de governança corporativa, como em Santema e Van de Rijt (2001) e Santema et al. (2005), introduz-se aqui a discussão sobre as diferenças relativas à tradição legal de países nos continentes europeu e americano, representados por Brasil, França, Estados Unidos e Reino Unido.

Os aspectos quantitativos desenvolvidos neste estudo envolvem a análise de regressão múltipla e testes não paramétricos de diferença de média, para testar a hipótese teórica desenvolvida para explicar os diferentes níveis de *disclosure* de estratégia nos relatórios anuais corporativos dos quatro países da amostra.

As próximas seções apresentam os principais conceitos relacionados ao *disclosure* de informação não financeira em relatórios anuais corporativos, bem como conceitos de estratégia que servirão de base para análise dos relatórios. Posteriormente, são discutidas as diferenças básicas existentes entre os aspectos

culturais, dos sistemas legais e de governança corporativa referentes aos países da amostra. Uma matriz de previsão foi utilizada para estabelecer um *ranking* de divulgação de informações estratégicas. Os aspectos metodológicos da mensuração do nível de *disclosure* de estratégia são discutidos em seguida; posteriormente, a hipótese desenvolvida com a matriz de previsão foi testada e os resultados são apresentados. O artigo é concluído com a discussão das implicações teóricas e práticas dos resultados obtidos.

## 2 **DISCLOSURE EM RELATÓRIOS ANUAIS CORPORATIVOS**

Breton e Taffler (2001) verificaram que a estratégia é um dos principais temas do conjunto de informação que os analistas financeiros utilizam ao lerem um relatório anual. Eles concluem que os analistas estão igualmente interessados no gerenciamento e estratégia da firma, bem como no ambiente de negociação, para fazer 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). Este mesmo autor afirma, ainda, que, ao suprir o investidor com informações sobre o objetivo do negócio e a estratégia da firma, a administração pode aumentar o entendimento do investidor sobre o valor futuro da firma.

Ferreira e Rezende (2003) investigam o *disclosure* voluntário de informações estratégicas e propõem um modelo de análise para as decisões dos gestores diante de escolhas conflitantes, concluindo que os gestores pesam os custos e benefícios da divulgação de suas estratégias. Os autores afirmam que existem muitas razões para os gestores quererem tornar públicas as informações sobre suas estratégias, tais como: reduzir incertezas, influenciar investidores e mostrar suas habilidades como gestores.

Apesar da discussão precedente, a análise do conteúdo estratégico dos relatórios anuais corporativos constitui um foco ainda pouco explorado na pesquisa sobre *disclosure*, apesar de os relatórios anuais revelarem mais sobre a estratégia da firma do que a maioria dos gestores imagina (BOWMAN, 1978).

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 no *disclosure* de estratégia. Com esse 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 no *disclosure* de estratégia.

Este estudo é fundamentado no trabalho de Santema et al. (2005) e se apropria da mesma abordagem quanto aos aspectos de governança corporativa e quanto aos aspectos de dimensões culturais. No entanto, introduz-se aqui a discussão sobre a diferença quanto à tradição legal de países nos continentes europeu e americano e sua influência no *disclosure* de estratégia nos relatórios anuais.

O tópico a seguir apresenta alguns conceitos básicos relacionados à estratégia que permitem a compreensão dos construtos utilizados neste trabalho para mensurar o *disclosure* da estratégia nos relatórios anuais.

### 3 ESTRATÉGIA CORPORATIVA E ESTRATÉGIA DE OPERAÇÕES

Alguns teóricos 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; BESANKO et al., 2006). A estratégia 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: corporativo ou empresarial, de unidades de negócio e funcional. Esse modelo hierárquico é uma forma de raciocinar sobre as estratégias, mas não representa necessariamente a maneira como elas são formuladas (SLACK et al., 1997).

O primeiro nível na hierarquia das estratégias é o da estratégia corporativa. Esta 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 próximo nível 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. Wright, Kroll e Parnell (2000, p. 185) defi-

nem uma unidade de negócio como “um subsistema organizacional que tem um mercado, um conjunto de concorrentes e uma missão diferentes dos de outros subsistemas organizacionais da empresa”. 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). É nesse nível que os gerentes definem, entre as várias estratégias, qual irá orientar sua unidade.

O terceiro nível é o das estratégias funcionais. A estratégia funcional apoia a estratégia geral do negócio e funciona como ferramenta competitiva da empresa (SLACK et al., 1997). Os autores afirmam que a produção: 1. apoia a estratégia corporativa da firma, por meio de recursos e condições necessários para alcançar os objetivos; 2. pode ajudar a implementar a estratégia corporativa, colocando em prática a estratégia; 3. e, por fim, tem o papel de impulsionar a estratégia corporativa da firma, gerando vantagem competitiva de longo prazo.

Para um melhor entendimento sobre o papel estratégico da administração de operações, serão abordados a seguir alguns trabalhos da área. A discussão acerca do papel da administração de operações na estratégia corporativa começou com o artigo de Skinner (1969), que argumentava que os executivos da alta gerência tendem a evitar envolvimento na política de manufatura da firma, enquanto os gerentes de manufatura são ignorantes a respeito da estratégia corporativa da firma. O autor realçou a importância estratégica da manufatura que baliza a discussão, afirmando que é somente por meio das operações que as empresas podem alcançar seus objetivos de negócio. Skinner (1969) popularizou a ideia de que o papel da produção é apoiar a estratégia da firma.

Alguns artigos posteriores defendem essa corrente teórica. Wheelwright (1984) descreve a obtenção da vantagem competitiva em firmas de manufatura e determina uma estrutura geral para a relação de vantagem nos níveis de estratégia corporativa, de unidade de negócios e funcional. O autor também esboça uma abordagem que permite procurar o potencial competitivo nas firmas. Wheelwright (1984) 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 operações. Os autores descrevem quatro capacidades competitivas de operações: custo, qualidade, rapidez na entrega e flexibilidade. Tais prioridades competitivas são abordadas por diversos outros autores, conforme apresentado no Quadro 1.

QUADRO I

DESCRIÇÃO DAS PRIORIDADES COMPETITIVAS

CUSTO	Para conseguir uma vantagem em custo, as empresas devem ter a preocupação de produzir bens ou serviços a um custo baixo que permitam retorno para a organização (SLACK et al., 1997). A prioridade competitiva de baixo custo pode ser medida colocando ênfase na redução de custo de produção, na redução de estoque, aumentando a utilização dos equipamentos, aumentando a utilização da capacidade (WARD et al., 1998).
QUALIDADE	A vantagem em qualidade ocorre à medida que a empresa tenta se isentar de erros, aumentando sua confiabilidade diante dos consumidores (SLACK et al., 1997). A prioridade competitiva de qualidade pode ser medida por durabilidade, desempenho e confiança do produto/serviço, pelos sistemas de controle implantados, pela qualidade no processo de produção, entre outros (WARD et al., 1998).
RAPIDEZ	Essa vantagem se baseia na capacidade de fazer as coisas com rapidez, tanto no processo de produção quanto na entrega, minimizando, assim, o tempo entre o consumidor solicitar os bens/serviços e recebê-los (SLACK et al., 1997). A prioridade competitiva de rapidez pode ser medida pelo tempo de entrega, pela entrega na data prevista, pela redução do tempo na produção e pelo tempo do ciclo de produção (WARD et al., 1998).
FLEXIBILIDADE	Estar em condições de mudar rapidamente para atender às exigências do mercado dá à firma uma vantagem em flexibilidade. É a capacidade de mudar a operação no que ela faz, como ela faz e quando ela faz (SLACK et al., 1997). A prioridade competitiva de flexibilidade pode ser medida pela mudança no esquema de produção, pela rápida capacidade de ajustamento, pela introdução de novos produtos no <i>mix</i> , pela habilidade de enfrentar oscilações na demanda (WARD et al., 1998).

Fonte: Elaborado pelos autores.

A discussão precedente sustenta a elaboração de oito construtos, propostos com base na literatura, para mensurar o *disclosure* de estratégia nos relatórios anuais. São quatro construtos de estratégia corporativa e quatro de estratégia de operações:

- Objetivos e metas corporativos;
- Ações estratégicas em andamento ou planejadas para o futuro;
- Ações estratégicas resultantes de ações passadas;
- Estratégia corporativa;

- Custo;
- Qualidade;
- Rapidez;
- Flexibilidade

Na próxima seção, inicia-se a argumentação de como as principais diferenças culturais entre os países da amostra influenciam o *disclosure* de informações a respeito das oito dimensões estratégicas representadas pelos construtos anteriormente mencionados.

## 4 DIMENSÕES CULTURAIS

Quando se utilizam dimensões culturais para explicar fenômenos econômicos, é necessário definir o conceito de cultura a ser trabalhado. Neste estudo, adota-se a perspectiva de que a cultura não é herdada e a define como “um fenômeno coletivo, uma vez que é, pelo menos em parte, partilhada por pessoas que vivem no mesmo ambiente social em que é adquirida” (HOFSTEDE, 1997, p. 19). Assim, a cultura de um país é um conjunto de reações prováveis de cidadãos que possuem uma programação mental comum (HOFSTEDE, 1997).

Guiso, Sapienza e Zingales (2006) comentam que o desenvolvimento de técnicas e a maior disponibilidade de dados tornam possível a identificação de diferenças sistemáticas nas preferências e crenças pessoais, sendo assim possível desenvolver abordagens que introduzam explicações baseadas em dimensões culturais para testar e prever o entendimento de fenômenos econômicos.

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. O autor afirma que cada uma dessas dimensões agrupa um conjunto de fenômenos de uma sociedade, ou seja, as dimensões se referem aos valores e às crenças específicos que demonstram menos variação entre indivíduos dentro de uma mesma nação do que entre indivíduos através de outras nações.

A seguir discute-se como o nível de *disclosure* é influenciado pelas diferenças culturais entre os países da amostra. Tal discussão das diferenças culturais para as predições de *disclosure* é realizada por meio de uma relação comparativa apenas entre os quatro países escolhidos para a amostra.

### 4.1 AVERSÃO À INCERTEZA

A aversão à incerteza é a dimensão que expressa o nível de insegurança com que cada sociedade está disposta a lidar. Ela se refere ao grau de ansiedade asso-

ciada a um futuro imprevisível (HOFSTEDÉ; MCCRAE, 2004). Hofstede (1983) afirma que existem sociedades nas quais os indivíduos têm uma tendência natural a se sentir relativamente seguros. Em outras sociedades, 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” (HOFSTEDÉ, 1997, p. 145). Nos países com baixos índices de aversão à incerteza, o nível de ansiedade é relativamente baixo. O autor afirma que todos os países que estiveram sob o domínio do Império Romano têm uma elevada aversão à incerteza, pois, no Império Romano, o Estado era forte e centralizado, tendo elaborado um sistema legislativo bastante codificado e que era aplicado a todos os seus cidadãos, independentemente de suas origens.

Sociedades com elevada aversão à incerteza tendem a evitar situações ambíguas e procuram estruturar suas organizações e instituições de modo a tornar os acontecimentos claramente interpretáveis e previsíveis (HOFSTEDÉ, 1997). Sendo assim, Santema et al. (2005) argumentam que é esperado que, nas sociedades com maior aversão à incerteza, as empresas ofereçam mais informações em seus relatórios do que sociedades com menor aversão à incerteza. De acordo com Hofstede (1983, 1997), o país com maior aversão à incerteza na amostra estudada é a França, seguido pelo Brasil. O país com menor aversão à incerteza é o Reino Unido, enquanto os Estados Unidos ficaram com uma pontuação média.

## 4.2 DISTÂNCIA HIERÁRQUICA

A distância hierárquica mede o grau de aceitação na distribuição desigual do poder por aqueles que têm menos poder nas instituições e organizações (HOFSTEDÉ, 1997). O autor afirma que os índices de distância hierárquica informam sobre as relações de dependência em determinado país.

Quando há uma baixa pontuação nessa dimensão, são esperadas algumas características organizacionais, tais como: descentralização, diferenças salariais reduzidas entre a cúpula e a base da organização, predominância de estilos de chefia democráticos e competentes, e subordinados que esperam ser consultados em situações de tomada de decisão. Já nos países nos quais essa pontuação é mais elevada, o poder se torna elemento-base da sociedade e a sua legitimidade quase nunca é posta à prova (HOFSTEDÉ, 1983, 1997). Santema et al. (2005) afirmam que, em sociedades com um alto índice de distância hierárquica, há menos demanda por responsabilidade (*accountability*). Portanto, em sociedades nas quais o nível dessa dimensão é alto, menores níveis de *disclosure* são esperados. Os países com maior pontuação nessa dimensão são o Brasil e a França, e

os Estados Unidos e o Reino Unido têm as menores pontuações (HOFSTEDÉ, 1983, 1997).

### 4.3 MASCULINIDADE × FEMINILIDADE

Essa 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, nos quais 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, 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 o Brasil e a França têm características mais femininas (HOFSTEDÉ, 1983, 1997).

### 4.4 INDIVIDUALISMO × COLETIVISMO

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 (HOFSTEDÉ, 1983, 1997). Em sociedades com essas características, identifica-se a independência do funcionário em relação à organização, bem como o foco dos indivíduos nos direitos acima dos deveres. 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 (HOFSTEDÉ, 1983, 1997).

Em uma cultura individualista, as comunicações verbais, ainda que banais, são requisitos obrigatórios, pois o silêncio é considerado suspeito (HOFSTEDÉ, 1997). Assim, Santema et al. (2005) supõem que um maior nível de *disclosure* é esperado para as firmas em sociedades individualistas, porque nessas sociedades os *shareholders* 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.

Encerrada a discussão a respeito da influência das dimensões culturais no *disclosure* de estratégia, o próximo tópico apresenta uma breve análise das diferenças entre o sistema legal dos países da amostra.

## 5 DIREITO ROMANO E CONSUETUDINÁRIO

Existem duas grandes tradições no direito que influenciam o sistema legal de um país: o direito romano (*Civil Law*) e o direito consuetudinário (*Common Law*). Lopes e Martins (2005) afirmam que as principais diferenças entre os dois regimes estão na força e na origem das leis, porém é pouco provável encontrar países que adotem estritamente um único modelo. O direito romano tem sua base em juízes profissionais, códigos legais e documentos escritos, enquanto, no direito consuetudinário, a base é constituída por princípios legais mais amplos, por argumentos orais e com a participação da sociedade no sistema judicial, representada na figura de um juiz (*lay judge*) (GLAESER; SHLEIFER, 2002).

A lei no sistema *Common Law* é moldada por meio de decisões judiciais antecedentes (LA PORTA et al., 1998), ou seja, é feita por juízes e subsequentemente incorporada à legislatura (LA PORTA et al., 1997), enquanto no regime *Civil Law*, as normas derivam dos textos legais e só têm valor quando especificadas claramente na lei (LOPES; MARTINS, 2005).

Os países de *Civil Law* que constituem a amostra deste trabalho são o Brasil e a França, enquanto os países *Common Law* são os Estados Unidos e o Reino Unido. Estabelecidas as diferenças legais entre os dois sistemas, no próximo tópico será abordada a influência do sistema legal sobre a governança corporativa de cada país.

## 6 GOVERNANÇA CORPORATIVA

De acordo com Hitt, Ireland e Hoskisson (2005), a governança corporativa representa a relação entre *stakeholders* utilizada para orientar as decisões estratégicas da firma e controlar o seu desempenho. A questão fundamental da governança corporativa é assegurar aos investidores que eles terão retorno sobre seu investimento (SHLEIFER; VISHNY, 1997). A governança corporativa se apresenta em níveis diferentes em cada país. Shleifer e Vishny (1997) afirmam que a estrutura de concentração acionária, juntamente com proteção legal de um país, é um dos determinantes mais importantes da governança corporativa. Assim, o

*disclosure* de informações por meio do relatório anual pode ser considerado 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.

## 6.1 PROTEÇÃO LEGAL

O nível de proteção legal difere de país para país de acordo com seu sistema legal. La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) argumentam que países de *Civil Law* dão ao investidor e ao credor uma proteção de seus direitos mais fraca do que países *Common Law*. Investidores com um melhor nível de informação sobre as decisões gerenciais e sobre os resultados podem exercer seus direitos legais contra a expropriação pelos administradores ou pelos acionistas majoritários (BUSHMAN; SMITH, 2001). Dessa forma, Santema et al. (2005) argumentam que um maior nível de *disclosure* é esperado em países nos quais a lei oferece forte proteção ao investidor, pois empresas nesses países são impelidas por lei a divulgar informações aos *shareholders*. Com base nas proposições de Santema et al. (2005), é esperado um maior nível de *disclosure* em países de *Common Law*, como os Estados Unidos e o Reino Unido, enquanto um menor nível de *disclosure* é esperado em países de *Civil Law*, como o Brasil e a França.

## 6.2 CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE

Um dos aspectos de governança corporativa de considerável interesse é a concentração de propriedade, porque ela influencia diretamente a eficiência do mercado em relação aos aspectos de monitoramento dos agentes (CARVALHALDA-SILVA; LEAL, 2003). A estrutura de concentração de propriedade mostra o grau da diversificação dos *stakeholders* e indica os potenciais problemas de agência no gerenciamento da firma. Existem diferentes níveis de concentração de propriedade nas empresas de países de *Civil Law* e *Common Law*. No Reino Unido e nos Estados Unidos, que são países de *Common Law*, as firmas têm controle mais pulverizado, e, no Brasil e na França, que são países de *Civil Law*, o controle é mais concentrado (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999).

A pobre proteção legal nos países de *Civil Law* é proposta como direcionadora da maior concentração de propriedade (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999). Assim, Santema et al. (2005) propõem que países caracterizados por estrutura de propriedade mais concentrada apresentarão menores níveis de *disclosure*. 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.

Dessa forma, um maior nível de *disclosure* é esperado nos Estados Unidos e no Reino Unido, enquanto um menor nível, no Brasil e na França.

O tópico a seguir apresenta a matriz de previsão teórica que consolida a discussão precedente em relação aos níveis esperados de *disclosure* para os países da amostra, colocando-os em um *ranking*.

## 7 MATRIZ DE PREVISÃO E HIPÓTESES

No Quadro 2 é apresentada uma síntese dos aspectos 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 et al. (1998), La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) e Hofstede (1983, 1997), respectivamente. Quando é esperado um nível alto de *disclosure* nas firmas de determinado país, um sinal positivo é colocado na matriz. Quando é esperado o contrário, um sinal negativo é colocado na matriz. E quando um nível médio é esperado, atribui-se um sinal positivo-negativo.

QUADRO 2

### MATRIZ DE PREVISÃO

	ESTADOS UNIDOS	REINO UNIDO	FRANÇA	BRASIL
SISTEMA LEGAL E GOVERNANÇA CORPORATIVA				
Proteção legal	(+)	(+)	(-)	(-)
Concentração de propriedade	(+)	(+)	(-)	(-)
DIMENSÕES CULTURAIS				
Aversão à incerteza	(+/-)	(-)	(+)	(+)
Distância hierárquica	(+)	(+)	(-)	(-)
Masculinidade x feminilidade	(+)	(+)	(-)	(-)
Individualismo x coletivismo	(+)	(+)	(+/-)	(-)
RANKING	1º	2º	3º	4º

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

Fonte: 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 no Quadro 2. Desse modo, sugere-se a hipótese a seguir:

- H1: o nível de *disclosure* de estratégia para cada país segue a ordem apresentada pelo *ranking*.

A seguir são apresentados os procedimentos metodológicos que deram suporte aos testes de hipóteses.

## 8 METODOLOGIA

A seguir são apresentados os procedimentos empregados na mensuração do nível de *disclosure* de estratégia nos relatórios anuais corporativos, assim como os procedimentos de teste das hipóteses teóricas propostas.

### 8.1 CONSTRUTOS E VARIÁVEIS

O *disclosure* de estratégia nos relatórios anuais foi abordado por meio da aplicação de um processo de análise de conteúdo temático nos documentos. O início do processo envolveu a identificação de palavras-chave associadas a cada um dos oito construtos de estratégia, definidos com base em estudos anteriores.

Para cada construto, foi operacionalizada uma variável. O valor da variável foi obtido por meio da soma das ocorrências das palavras-chave associadas ao construto correspondente. O único critério para o registro da ocorrência da palavra-chave é que ela estivesse relacionada a informações sobre a estratégia da empresa. Assim, a soma das frequências em cada variável equivale ao nível do *disclosure* de estratégia observado no relatório anual de uma dada empresa.

As palavras-chaves foram definidas com base nos estudos anteriores que têm relação com as dimensões de estratégia corporativa e estratégia de operações. As palavras-chave formaram a base para a elaboração de uma tabela padrão para a análise individual de cada relatório anual.

Os construtos a seguir são referentes à estratégia corporativa nas empresas e suas grades foram elaboradas com base na literatura de estratégia corporativa. Por questões de espaço, não são apresentadas todas as palavras-chave utilizadas na análise de conteúdo, mas os autores se dispõem a enviar a lista completa aos interessados.

- *Objetivos e metas corporativos (OMC)*: os objetivos são resultados que podem ser alcançados por meio de atividades planejadas e as metas são declarações sem limites do que se deseja alcançar (HUNGER; WHEELLEN, 2002). A grade de análise em português para essa variável é composta pelas seguintes palavras: objetivo, meta, intenção, propósito, alcançar, atingir. A grade de análise em inglês para essa variável é composta pelas seguintes palavras: *objective, goal, intention, purpose, achieve, reach*.
- *Ações estratégicas em andamento ou planejadas para o futuro*: ações estratégicas que estão sendo planejadas para serem executadas nos próximos anos. É a definição, em termos de intenções e diretrizes, em termos de planos para o futuro (MINTZBERG; WATERS, 1982). São referências às atividades que serão utilizadas para realizar as estratégias propostas para o futuro. A grade de análise em português para essa variável é composta pelas seguintes palavras: futuro, ano, próximo, curto, médio, longo, prazo. A grade de análise em inglês para essa variável é composta pelas seguintes palavras: *future, year, next, short, medium, long, term*.
- *Ações estratégicas resultantes de ações passadas*: ações que foram executadas no ano que passou. É o *feedback* sobre a implantação das estratégias, as intenções e diretrizes estratégicas obtidas de padrões no passado da firma (MINTZBERG; AHLSTRAND; LAMPEL, 2000). A grade de análise em português para essa variável é composta pelas seguintes palavras: passado, último, ano, recente. A grade de análise em inglês para essa variável é composta pelas seguintes palavras: *past, last, year, late*.
- *Estratégia corporativa*: é a base para as decisões estratégicas que serão levadas aos níveis da empresa como um todo. Envolve o desenvolvimento de planos estratégicos para a gestão de oportunidades e ameaças externas à empresa, levando em conta as forças e fraquezas da empresa (HUNGER; WHEELLEN, 2002). A grade de análise em português para essa 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 essa variável é composta pelas seguintes palavras: *strategy, plan, advantage, competitive, leadership, competence, core, opportunity, threat, strength, weakness, mission*.

Os construtos a seguir são referentes à estratégia de operações das 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*: ações específicas com a intenção de proporcionar vantagem em custo. São referências à capacidade da empresa de trabalhar baixos custos para competir. A grade de análise em português para essa variável é composta pelas seguintes palavras: custo, estoque, produção, tecnologia, economia, escala, aumento, equipamento, capacidade. A grade de análise em inglês para essa variável é composta pelas seguintes palavras: *cost, inventory, production, technology, economy, scale, increase, equipment, capacity*.
- *Qualidade*: ações específicas com a intenção de proporcionar vantagem baseada em qualidade para a empresa. A grade de análise em português para essa variável é composta pelas seguintes palavras: qualidade, desempenho, durabilidade, confiabilidade, conformidade (do produto/serviço), sistema. A grade de análise em inglês para essa variável é composta pelas seguintes palavras: *quality, performance, durability, reliability, conformance, system*.
- *Rapidez*: ações específicas com a intenção de proporcionar vantagem em rapidez para a empresa. A grade de análise em português para essa variável é composta pelas seguintes palavras: entrega, rapidez, agilidade, velocidade, fornecimento, distribuição, logística. A grade de análise em inglês para essa variável é composta pelas seguintes palavras: *delivery, rapidity, agility, speed, deadline, distribution, logistics*.
- *Flexibilidade*: ações específicas com o intuito de proporcionar vantagem em flexibilidade. São referências à capacidade e habilidade que a empresa tem de mudar em função de instabilidades e incertezas no ambiente. A grade de análise em português para essa variável é composta pelas seguintes palavras: flexibilidade, novo, produto, mudança, inovação, diversidade, habilidade, portfolio. A grade de análise em inglês para essa variável é composta pelas seguintes palavras: *flexibility, new, product, change, innovation, diversity, ability, portfolio*.

Um exemplo do processo de codificação e registro das frequências pode ser observado no trecho a seguir, retirado de um relatório anual: “A conclusão do processo de automatização permitiu alcançar uma redução significativa no custo de alguns processos de produção [...]”. A presença da palavra-chave custo no contexto apresentado resultou no acréscimo de uma unidade na frequência da variável custo, associada ao construto de mesmo nome, no relatório da empresa em questão.

## 8.2 AMOSTRA E PROCEDIMENTOS DE ANÁLISE

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 Estados Unidos. As empresas foram selecionadas pela lista *on-line* das 2.000 Maiores Empresas da Forbes do ano de 2006 e a escolha por esses países foi baseada em seu arcabouço legal.

A análise de regressão múltipla foi empregada para testar a hipótese teórica desenvolvida. Para esse teste, foi utilizada a soma dos valores das oito variáveis de estratégia descritas na seção anterior. Conforme o procedimento sugerido por Santema et al. (2005), a pontuação das empresas 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 empregado para o teste foi:

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

A variável dependente foi a soma do *disclosure* de estratégia de cada empresa dos Estados Unidos. A variável *dummy*<sub>REINO UNIDO</sub> assume valor 1 se a empresa é do Reino Unido, e zero caso contrário. A variável *dummy*<sub>FRANÇA</sub> assume valor 1 se a empresa é da França, e zero caso contrário. E a variável *dummy*<sub>BRASIL</sub> assume valor 1 se a empresa é do Brasil, e zero caso contrário. Para que as previsões estejam corretas, os betas ( $\beta_1$  a  $\beta_3$ ) deverão ter seus coeficientes negativos e significantes.

Por causa do tamanho da amostra, também foram realizados testes não paramétricos de diferenças de média para amostras independentes, ou teste de Mann-Whitney. Os testes foram realizados para comparar o *disclosure* de cada par de países e a realização dos mesmos teve o objetivo de avaliar a robustez dos resultados da regressão.

## 9 RESULTADOS

A Tabela 1 apresenta os resultados da análise de conteúdo temático. Para cada país, são apresentadas as frequências médias de palavras-chave nos relatórios anuais, por dimensão estratégica. O nível de médio *disclosure* de estratégia observado nas empresas dos quatro países é apresentado na coluna rotulada como soma na Tabela 1.

**TABELA 1**

**FREQÜÊNCIA DE OCORRÊNCIA DE PALAVRAS-CHAVE  
 ASSOCIADAS AOS AGRUPAMENTOS TEMÁTICOS DE CADA  
 CONSTRUTO DE ESTRATÉGIA**

PAÍS	OMC	AEAPF	AERAP	ESTCORP	CUST	QUAL	RAP	FLEX	SOMA
EUA	13,7	13,8	7,8	22,6	10,9	5,5	3,8	7,4	85,5
Reino Unido	12,6	12,5	10,2	17,0	9,1	5,3	4,0	3,7	74,4
França	12,4	9,5	6,9	17,2	5,1	4,9	2,9	3,6	62,5
Brasil	13,6	5,6	6,1	13,4	5,1	4,4	1,9	3,9	54

OMC: objetivos e metas corporativas; AEAPF: ações estratégicas em andamento ou planejadas para o futuro; AERAP: ações estratégicas resultantes de ações passadas; ESTCORP: estratégia corporativa; CUST: posicionamento competitivo baseado em baixo custo; QUAL: posicionamento competitivo baseado em qualidade; RAP: posicionamento competitivo baseado em rapidez de entrega; FLEX: posicionamento competitivo baseado em flexibilidade de *mix* de produto ou de volume.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Além de quantificar o nível de *disclosure* de estratégia, com base na Tabela 1 é possível caracterizar a forma como as empresas na amostra revelam informações a respeito da sua estratégia. A Tabela 2 apresenta a frequência de palavras-chave por dimensão estratégica, relativa ao nível total de *disclosure*.

**TABELA 2**

**FREQÜÊNCIA DE OCORRÊNCIA DE PALAVRAS-CHAVE  
 ASSOCIADAS AOS AGRUPAMENTOS TEMÁTICOS DE CADA  
 CONSTRUTO DE ESTRATÉGIA**

PAÍS	OMC	AEAPF	AERAP	ESTCORP	CUST	QUAL	RAP	FLEX	SOMA
EUA	16%	16%	9%	26%	13%	6%	4%	9%	100%
Reino Unido	17%	17%	14%	23%	12%	7%	5%	5%	100%
França	20%	15%	11%	28%	8%	8%	5%	6%	100%
Brasil	25%	10%	11%	25%	9%	8%	4%	7%	100%

OMC: objetivos e metas corporativas; AEAPF: ações estratégicas em andamento ou planejadas para o futuro; AERAP: ações estratégicas resultantes de ações passadas; ESTCORP: estratégia corporativa; CUST: posicionamento competitivo baseado em baixo custo; QUAL: posicionamento competitivo baseado em qualidade; RAP: posicionamento competitivo baseado em rapidez de entrega; FLEX: posicionamento competitivo baseado em flexibilidade de *mix* de produto ou de volume.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Observa-se na Tabela 2 que as empresas brasileiras da amostra parecem revelar mais informações a respeito dos seus objetivos e das metas corporativas, e menos informações a respeito das suas ações estratégicas em andamento ou planejadas para o futuro, em relação às empresas dos demais países da amostra. Apesar de não terem sido realizados testes de igualdade de médias relativos aos níveis de *disclosure* em cada dimensão estratégica, por não ser esse o objetivo do estudo, nas demais dimensões parece não haver diferenças significativas nos níveis de *disclosure* das empresas brasileiras na amostra e dos demais países.

A hipótese teórica proposta neste estudo é que o nível de *disclosure* de estratégia para cada país segue a ordem apresentada pelo *ranking* definido pela matriz de previsão, com as empresas dos Estados Unidos apresentando maior nível de *disclosure*, seguidas pelas empresas do Reino Unido, da França e do Brasil, na ordem.

Os resultados da análise de regressão que testa a hipótese teórica desenvolvida são apresentados na Tabela 3.

**TABELA 3**

**RESULTADOS DA ANÁLISE DE REGRESSÃO  
 DA MATRIZ DE PREVISÃO<sup>a</sup>**

PAÍS	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	T	P >  t
Reino Unido	-14,20	12,75	-1,11	0,26
França	-22,72*	12,60	-1,80	0,08
Brasil	-31,32***	11,3	-2,77	0,00
Constante	85,5***	10,67	7,99	0,00
Prob>F = 0,017**				

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

<sup>a</sup> Erros padrão robustos à heterocedasticidade.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Os coeficientes estimados são negativos para todas as variáveis *dummy*, porém só as variáveis *dummy* França e *dummy* Brasil foram significantes a 10% e 1%, respectivamente. O nível-base para a análise é a soma do *disclosure* de estratégia das empresas dos Estados Unidos. O valor da constante representa esse nível básico e equivale ao valor observado na coluna soma, da Tabela 1, referente às empresas dos Estados Unidos.

O valor de -22,72 do coeficiente associado às empresas da França na Tabela 3 indica que, em média, os relatórios das empresas desse país apresentam 22,72 termos de estratégia a menos que os relatórios das empresas dos Estados Unidos, e esse coeficiente é significativo a 10%. Já o valor de -31,32 do coeficiente associado às empresas do Brasil na Tabela 3 indica que, em média, os relatórios das empresas desse país apresentam 31,32 termos de estratégia a menos que os relatórios das empresas dos Estados Unidos, e esse coeficiente é significativo a 1%.

O coeficiente associado às empresas do Reino Unido não se apresentou estatisticamente significativo, e, portanto, os resultados indicam que não há diferenças significativas entre o nível de *disclosure* de estratégia nas empresas provenientes dos Estados Unidos e do Reino Unido.

Os resultados constituem evidências parcialmente favoráveis à hipótese H1 proposta neste trabalho. Para avaliar a robustez dos resultados da análise de regressão múltipla, procedeu-se aos testes não paramétricos de diferenças de média (Mann-Whitney) para amostras independentes. Os testes foram realizados para cada par de países e os resultados são apresentados na Tabela 4.

TABELA 4

**RESULTADO DO TESTE NÃO PARAMÉTRICO DE MANN-WHITNEY PARA A IGUALDADE DE MÉDIAS ENTRE AS AMOSTRAS**

HIPÓTESE TESTADA	Z (VALOR OBSERVADO)
EUA ≤ UK	0,20***
EUA ≤ BR	2,84***
EUA ≤ FR	1,66**
UK ≤ BR	2,52***
UK ≤ FR	1,43*
FR ≤ BR	0,80

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

Fonte: Elaborada pelos autores.

Os resultados observados na Tabela 4 indicam que:

- A hipotética igualdade do nível de *disclosure* na amostra dos Estados Unidos sobre a amostra do Reino Unido não foi rejeitada, corroborando os resultados encontrados na regressão. Esse resultado é contrário à hipótese teórica desenvolvida neste estudo.

- A hipotética igualdade do nível de *disclosure* na amostra dos Estados Unidos sobre a amostra do Brasil foi rejeitada com um nível de significância de 1%, corroborando os resultados encontrados na regressão e a hipótese teórica desenvolvida.
- A hipotética igualdade do nível de *disclosure* na amostra dos Estados Unidos sobre a amostra da França foi rejeitada com um nível de significância de 5%, corroborando os resultados encontrados na regressão e a hipótese teórica desenvolvida.
- A hipotética igualdade do nível de *disclosure* na amostra do Reino Unido sobre a amostra do Brasil foi rejeitada com um nível de significância de 1%, corroborando os resultados da regressão e a hipótese teórica desenvolvida.
- A hipotética igualdade do nível de *disclosure* na amostra do Reino Unido sobre a amostra da França foi rejeitada com um nível de significância de 1%, corroborando os resultados da regressão e a hipótese teórica desenvolvida.
- A hipotética igualdade do nível de *disclosure* na amostra da França sobre a amostra do Brasil não foi rejeitada, corroborando os resultados encontrados na regressão. Esse resultado é contrário à hipótese teórica desenvolvida neste estudo.

Os resultados dos testes não paramétricos para diferença de médias corroboraram a robustez da análise de regressão e fornecem evidências parciais a favor da hipótese teórica desenvolvida.

## 10 CONCLUSÃO

Neste estudo, foi desenvolvida uma hipótese teórica que articula diferenças culturais, de sistema legal e de governança corporativa para explicar as diferenças na quantidade de informações sobre estratégia que as empresas de firmas dos Estados Unidos, do Reino Unido, da França e do Brasil evidenciam em seus relatórios anuais.

A hipótese teórica foi testada a partir da análise de setenta e três relatórios anuais das maiores empresas dos quatro países em questão, para o ano de 2006. Os resultados suportam parcialmente a hipótese desenvolvida, de que existe influência significativa das variáveis culturais, do sistema legal e de governança corporativa de cada país nos níveis de *disclosure* de estratégia observados nos relatórios anuais.

As diferenças mais significativas estão relacionadas com o sistema legal de cada país. As empresas da amostra pertencentes aos Estados Unidos e ao Reino

Unido, caracterizados pelo uso do direito consuetudinário (*Common Law*), apresentaram maiores níveis de *disclosure* de estratégia que as empresas pertencentes à França e ao Brasil, países que adotam o direito romano (*Civil Law*).

A principal limitação deste estudo está no tamanho da amostra, que não permitiu um emprego de técnicas multivariadas para desenvolver e avaliar a confiabilidade dos procedimentos usados na abordagem do *disclosure* com conteúdo estratégico. Outra limitação importante é que o estudo, caracterizado como uma análise transversal, não permite fazer inferências a respeito de causalidade.

O processo de análise de conteúdo temático aqui utilizado, baseado na análise manual de cada relatório, limita o tamanho da amostra que pode ser utilizada. Sugere-se que os estudos posteriores se concentrem no refinamento dos procedimentos para a abordagem do construto *disclosure* de estratégia. O desenvolvimento de procedimentos automatizados representa um caminho importante para a avaliação do *disclosure* de estratégias na população das empresas listadas, por exemplo. A partir dessa possibilidade, os estudos posteriores poderiam se concentrar na identificação de grupos estratégicos com base nas informações apresentadas nos relatórios anuais corporativos.

## STRATEGY DISCLOSURE IN ANNUAL REPORTS: AN ANALYSIS OF CULTURAL DIMENSIONS, LEGAL SYSTEM, AND CORPORATE GOVERNANCE IN COMPANIES OF FOUR COUNTRIES

### ABSTRACT

This study aimed at offering explanations for the differences observed in the level of disclosure of aspects related to the strategy identified in the annual reports of a sample of companies of the United States, the United Kingdom, France, and Brazil. Three core theoretical elements were connected to explain the variations in the level of disclosure within the sample: cultural dimensions, legal system, and corporate governance. We built a prediction matrix based on the theoretical assumptions and the strategy disclosure was approached in each report through the technique of thematic content analysis. The sample consisted of 73 annual reports of companies of four countries in 2006. The hypotheses were tested through linear regression analysis and non-parametric tests of mean equalities. The results partially supported the hypothesis presented, which states that there is a significant influence from the cultural variables, the legal system, and the

corporate governance of each country on the levels of strategy disclosure observed in the annual reports. The most significant differences are related to each country's legal system. The companies of the sample trading in the United States and the United Kingdom, countries that follow a consuetudinary law (Common Law), presented higher levels of strategy disclosure than those trading in France and Brazil, countries that follow the Roman law (Civil Law). This study contributes to the literature on strategy disclosure providing empirical evidence that the legal system does influence on the quantity of strategic information revealed by the open capital companies. However, the process of manual content analysis adopted here is a constraint regarding the sample size.

## KEYWORDS

Disclosure; Strategy; Legal system; Corporate governance; Cultural dimensions.

## DISCLOSURE DE ESTRATEGIA EN INFORMES ANUALES: UN ANÁLISIS DE DIMENSIONES CULTURALES, DE SISTEMA LEGAL Y DE GOBERNANZA CORPORATIVA EN EMPRESAS DE CUATRO PAÍSES

## RESUMEN

Este estudio tuvo como objeto ofrecer explicaciones para las diferencias observadas en el nivel de *disclosure* de aspectos relativos a la estrategia verificado en los informes anuales de una muestra de firmas de los Estados Unidos, Reino Unido, Francia y Brasil. Tres elementos teóricos centrales se articularon para explicar las variaciones en el nivel de *disclosure* de estrategia en la muestra: dimensiones culturales, sistema legal y gobernanza corporativa. Se construyó una matriz de previsión en base a la teoría y el *disclosure* de la estrategia fue abordado en cada informe por medio de la técnica de análisis de contenido temático. La muestra se formó por 73 informes anuales de empresas de cuatro países en el año de 2006. Las hipótesis han sido probadas por análisis de regresión lineal y pruebas no paramétricas de igualdades de media. Los resultados soportan parcialmente la hipótesis desarrollada, de que existe influencia significativa de las variables culturales, del sistema legal y de gobernanza corporativa de cada país en los niveles de *disclosure* de estrategia observados en los informes anuales. Las diferen-

cias más significativas están relacionadas con el sistema legal de cada país. Las empresas de la muestra pertenecientes a Estados Unidos y Reino Unido, caracterizados por el uso del derecho consuetudinario (*Common Law*), presentaron mayores niveles de *disclosure* de estrategia que las empresas pertenecientes a Francia y a Brasil, países que adoptan el derecho romano (*Civil Law*). Este estudio contribuye a la investigación en el área de *disclosure* de estrategia al ofrecer evidencias empíricas de que el sistema legal tiene poder de influir en la cantidad de información estratégica revelada por las empresas de capital abierto. Sin embargo, el proceso de análisis de contenido manual es un limitador del tamaño de la muestra utilizada.

## PALABRAS CLAVE

*Disclosure*; Estrategia; Sistema legal; Gobernanza corporativa; Dimensiones culturales.

## REFERÊNCIAS

- BEATTIE, V.; MCINNES, W.; FEARNLEY, S. A methodology for analyzing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. *Accounting Forum*, Adelaide, v. 28, n. 3, p. 205-236, Sept. 2004.
- BESANKO, D. et al. *A economia da estratégia*. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.
- BOWMAN, E. H. Strategy, annual reports, and alchemy. *California Management Review*, Berkeley, v. 20, n. 3, p. 64-71, Spring 1978.
- BRETON, G.; TAFFLER, R. J. Accounting information and analyst stock recommendation decisions: a content analysis approach. *Accounting and Business Research*, London, v. 31, n. 2, p. 91-101, Spring 2001.
- BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, Amsterdam, v. 32, n. 1-3, p. 237-333, Dec. 2001.
- CARVALHAL-DA-SILVA, A.; LEAL, R. Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil. *Working Paper Series*, Rio de Janeiro, n. 390, p. 1-17, Nov. 2003. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com>>. Acesso em: 9 fev. 2008.
- COLE, C. J. Communicating key business strategies to investors. *Journal of Corporate Accounting and Finance*, Hoboken, v. 13, n. 1, p. 23-31, Nov./Dec. 2001.
- DYE, R. A. Proprietary and nonproprietary disclosures. *The Journal of Business*, Chicago, v. 59, n. 2, p. 331-366, Apr. 1986.
- FERREIRA, D.; REZENDE, M. Corporate strategy and information disclosure. *Working Paper Series*, London, Nov. 2003. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=473562](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=473562)>. Acesso em: 24 fev. 2008.

- GLAESER, E. L.; SHLEIFER, A. Legal origins. *The Quarterly Journal of Economics*, Cambridge, v. 117, n. 4, p. 1193-1229, Nov. 2002.
- GROSSMAN, S. J.; HART, O. D. Disclosure laws and takeover bids. *The Journal of Finance*, Cambridge, v. 35, n. 2, p. 323-334, May, 1980.
- GUIISO, L.; SAPIENZA, P.; ZINGALES, L. Does culture affect economic outcomes? 2006. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w11999>>. Acesso em: 23 jan. 2008.
- HAMEL, G.; 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, M. A.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E. *Administração estratégica: competitividade e globalização*. São Paulo: Pioneira Thomson, 2005.
- HOFSTEDE, G. The cultural relativity of organizational practices and theories. *Journal of International Business Studies*, Washington, v. 14, n. 1, p. 75-89, Fall 1983.
- \_\_\_\_\_. *Culturas e organizações: compreender a nossa programação mental*. Lisboa: Edições Silabo, 1997.
- HOFSTEDE, G.; MCCRAE, R. R. Personality and culture revisited: linking traits and dimensions of culture. *Cross-Cultural Research*, Thousand Oaks, v. 38, n. 1, p. 52-88, Feb. 2004.
- HUNGER, J. D.; WHEELLEN, T. L. *Gestão estratégica: princípios e práticas*. Rio de Janeiro: Reichmann & Affonso, 2002.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, Cambridge, v. 54, n. 2, p. 471-517, Apr. 1999.
- LA PORTA, R. et al. Legal determinants of external finance. *The Journal of Finance*, Cambridge, v. 52, n. 3, p. 1131-1150, July, 1997.
- \_\_\_\_\_. Law and finance. *The Journal of Political Economy*, Chicago, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, Dec. 1998.
- LOPES, A. B.; MARTINS, E. *Teoria da contabilidade: uma nova abordagem*. São Paulo: Atlas, 2005.
- MILGROM, P. R. Good news and bad news: representation theorems and applications. *The Bell Journal of Economics*, Santa Monica, v. 12, n. 2, p. 380-391, Autumn 1981.
- MINTZBERG, H.; AHLSTRAND, B.; LAMPEL, J. *Safári de estratégia: um roteiro pela selva do planejamento estratégico*. Porto Alegre: Bookman, 2000.
- MINTZBERG, H.; WATERS, J. A. Tracking strategy in an entrepreneurial firm. *The Academy of Management Journal*, Briarcliff Manor, v. 25, n. 3, p. 465-499, Sept. 1982.
- MONTGOMERY, C. A.; PORTER, M. E. *Estratégia: a busca da vantagem competitiva*. 5. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1998.
- PORTER, E. M. *Vantagem competitiva: criando e sustentando um desempenho superior*. 18. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1989.
- SANTEMA, S.; VAN DE RIJLT, J. Strategy disclosure in Dutch annual reports. *European Management Journal*, London, v. 19, n. 1, p. 101-108, Feb. 2001.
- SANTEMA et al. Strategy disclosure in annual reports across Europe: a study on differences between five countries. *European Business Review*, Bradford, v. 17, n. 4, p. 352-366, 2005.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, Cambridge, v. 52, n. 2, p. 737-783, June 1997.
- SKINNER, W. Manufacturing: missing link in corporate strategy. *Harvard Business Review*, Boston, v. 47, n. 3, p. 136-145, 1969.
- SLACK, N. et al. *Administração de produção*. São Paulo: Atlas, 1997.

WARD, P. T.; BICKFORD, D. J.; LEONG, G. K. Configurations of manufacturing strategy, business strategy, environment and structure. *Journal of Management*, New York, v. 22, n. 4, p. 597-626, 1996.

WARD, P. T.; DURAY, R. Manufacturing strategy in context: environment, competitive strategy and manufacturing strategy. *Journal of Operations Management*, Columbia, v. 18, n. 2, p. 123-138, Feb. 2000.

WARD, P. T. et al. Competitive priorities in operations management. *Decision Sciences*, Atlanta, v. 29, n. 4, p. 1037-1048, Fall 1998.

WHEELWRIGHT, S. C. Manufacturing strategy: defining the missing link. *Strategic Management Journal*, Chichester, v. 5, n. 1, p. 77-91, Jan./Mar. 1984.

WRIGHT, P.; KROLL, M. J.; PARNELL, J. *Administração estratégica: conceitos*. São Paulo: Atlas, 2000.

ZMIJEWSKI, M. E. Comments on "earnings forecast research". *International Journal of Forecasting*, Amsterdam, v. 9, n. 3, p. 337-342, Nov. 1993.