

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

RENATO SCOTA

**O CONTEÚDO DESCRITIVO DOS RELATÓRIOS DA
ADMINISTRAÇÃO COMO INSTRUMENTO DE INFERÊNCIA DA
CONTINUIDADE DAS EMPRESAS**

**VITÓRIA
2008**

RENATO SCOTA

**O CONTEÚDO DESCRITIVO DOS RELATÓRIOS DA
ADMINISTRAÇÃO COMO INSTRUMENTO DE INFERÊNCIA DA
CONTINUIDADE DAS EMPRESAS**

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

Orientador: Prof. Dr. Marcelo S. Pagliarussi

**VITÓRIA
2008**

Dedico este trabalho as minhas fontes
de inspiração e de apoio: meus pais
Antônio e Arlete e minha esposa Jovana.

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar agradeço a Deus por tantas oportunidades: bênçãos incondicionais. A minha família: esposa Jovana pela paciência nestes dois primeiros anos de casados em que precisou me “dividir” com a FUCAPE, a meus pais Antônio e Arlete, pelo incentivo e pela confiança que sempre em mim depositaram, mesmo que às vezes eu nem merecesse. Vocês são o alicerce de todas as conquistas!

Ao amigo e orientador desta pesquisa Prof. Marcelo Sanches Pagliarussi que, em todos os momentos, soube reconhecer minhas limitações, me incentivou a vencê-las, o convite para mergulhar nesta pesquisa, amizade e valiosas contribuições. Ao professor Aridelmo Campanharo Teixeira e aos colegas da banca na disciplina de tópicos contemporâneos, pelas contribuições antes da qualificação. Aos professores Annor da Silva Júnior e Roberta Carvalho de Alencar por entender as dificuldades deste trabalho e pelas contribuições na qualificação.

Aos professores do mestrado, Fábio Moraes, Arilton Teixeira e Fernando Caio Galdi que se fizeram presentes durante todo o curso, sempre com vozes de incentivo. A todos os companheiros da turma de 2006 do CRC, em especial aos amigos do quinteto: Vinicius Dantas, Erimar Ambrósio, Fernando Lorencini e o “brother” Celso Cruz. Foram muitas horas de estudo aprendizado e esquecimento nessas jornadas!

Ao mestre da Fucape e colega de trabalho, Jorge Luiz Rangel, pela indicação do mestrado da FUCAPE e pelo incentivo nas horas difíceis. Aos demais colegas de trabalho Jaime, as duas Ana Paula, Gyselle, Miguel, Inês, Dejanimar, e aos ex-colegas Humberto e Roberto por entenderem minhas ausências.

Ao Conselho Federal e Regional de Contabilidade (CFC/CRC), que mediante convênio firmado com a Fucape viabilizaram recursos para realização do curso.

Agradeço também a todos que me incentivaram, não só durante esse período, mas no decorrer de minha vida pessoal e profissional. Que Deus nos abençoe.

RESUMO

O objetivo principal deste trabalho é verificar se é possível aplicar, em empresas brasileiras listadas na BOVESPA, modelos desenvolvidos em outro mercado com o intuito de prever a descontinuidade empresarial, com base apenas nas seções narrativas dos relatórios anuais corporativos. Os modelos aplicados foram desenvolvidos por Smith e Taffler (2000) com empresas listadas na Bolsa de Valores de Londres. Utilizando-se dos dois modelos lineares desenvolvidos por Smith e Taffler (2000) e sustentado na teoria de Divulgação, foram calculados e analisados, neste trabalho, os *scores* obtidos pelas empresas listadas na BOVESPA, e verificou-se se o poder de classificação destes modelos é significativo. Na amostra buscou-se os relatórios anuais do último exercício anterior à concordata ou falência, relativa às empresas falidas, e estas foram emparelhadas com empresas financeiramente saudáveis (à época). A conclusão deste estudo é que os modelos desenvolvidos por Smith e Taffler (2000), ao serem aplicados nesta amostra, apresentaram poder de classificação de empresas falidas e não falidas estatisticamente significativo.

ABSTRACT

The main objective of this work is to verify if it is possible to apply, in Brazilian companies listed in BOVESPA, models developed in another market with the objective of just foreseeing the managerial discontinuity with base in its descriptive reports. The applied models were developed by Smith and Taffler (2000) with companies listed in the Stock Exchange of London. Using two lineal mathematical models, developed by Smith and Taffler (2000) and sustained in the theory of Popularization, it was calculated and analyzed, in this work, the scores obtained by the companies listed in BOVESPA through the results calculated in the models, and it was verified if the power of classification of these models is significant. Accounting numbers were not used in this study. In the sample, it was looked for the accounting data of the last exercise previous to the concordat or relative failure to the failed companies and these was matched with companies healthy financially (to the time). The conclusion of this study is that the models developed by Smith and Taffler (2000) they could be applied in this sample with high success indexes.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Resultados com a utilização do primeiro modelo.	41
Tabela 2: Resultados com a utilização do segundo modelo.	42

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Diferenças entre os sistemas legais.	26
Quadro 2: Diferenças entre as normas contábeis.	26
Quadro 3: Empresas e ano do balanço utilizadas no estudo.	40

LISTA DE ABREVIações

BACEN – Banco Central do Brasil

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

IASB - International Accounting Standards Board

MD&A – Management Discussion and Analysis

RA – Relatórios da Administração

SEC – Securities and Exchange Commission

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	12
2	PESQUISA BIBLIOGRÁFICA	17
2.1	ESTUDOS ANTERIORES	17
2.1.1	Estudos Realizados no Exterior	18
2.1.2	Estudos Realizados no Brasil.....	20
2.2	ESTUDOS QUE UTILIZARAM AS SEÇÕES NARRATIVAS DOS RELATÓRIOS ANUAIS CORPORATIVOS	21
2.3	DIFERENÇAS CONJUNTURAIS E DE MERCADO	25
2.3	DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES CONTÁBEIS	28
2.4	OS MODELOS PROPOSTOS POR SMITH E TAFFLER	30
2.4.1	Modelo Objetivo de Smith e Taffler	32
2.4.1	Modelo Subjetivo de Smith e Taffler.....	34
3	SELEÇÃO DA AMOSTRA.....	36
4	OBJETIVO E PROCEDIMENTOS DE PESQUISA	38
5	RESULTADOS.....	40
5.1	RESULTADOS APLICANDO O MODELO OBJETIVO DE SMITH E TAFFLER	40
5.2	RESULTADOS APLICANDO O MODELO SUBJETIVO DE SMITH E TAFFLER	41
5.3	TESTE DO PODER DE CLASSIFICAÇÃO DOS MODELOS	42
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS	44
6.1	CONCLUSÃO	44
6.2	LIMITAÇÕES	46
6.3	SUGESTÃO PARA ESTUDOS FUTUROS.....	46

7	REFERÊNCIAS.....	47
8	APÊNDICE I: Dicionário dos sinônimos utilizados para cada variável do primeiro modelo	52
9	APÊNDICE II: Mapa base de dados que geraram os resultados do primeiro modelo	53
10	APÊNDICE III: Mapa base de dados que geraram os resultados do segundo modelo	54

1 INTRODUÇÃO

Este estudo tem por objetivo verificar a aplicabilidade de dois modelos, desenvolvidos para empresas listadas na Bolsa de Valores de Londres, em uma amostra composta por empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo.

Ao aplicar esses modelos no Brasil, poderá ser verificada se a descontinuidade das empresas pode ser prevista, por meio de modelos que utilizem apenas as informações apresentadas nas seções narrativas dos relatórios anuais corporativos.

O fenômeno da descontinuidade empresarial tem sido abordado principalmente com a utilização dos números contábeis, apresentados nos relatórios anuais, como os estudos de Beaver (1966), Altman (1968), Matias e Siqueira (1996), Rocha (1999), Lennox (1999) e Minuzzi (2001).

Neste trabalho não serão utilizados os números contábeis, mas apenas o conteúdo descritivo dos Relatórios da Administração como instrumento de inferência para tentar prever o risco financeiro de falência das empresas, aplicando os modelos desenvolvidos por Smith e Taffler (2000).

No Brasil, a publicação dos relatórios anuais é exigida para todas as sociedades anônimas de capital aberto, de acordo com a lei 6404/76, sendo que o maior usuário dessas informações, para Lopes (2002, pág. 7), é o mercado financeiro, que se transforma em “laboratório” para o teste do papel da contabilidade e de como essas informações interagem com o próprio mercado.

Os relatórios anuais possuem duas partes: demonstrações financeiras e seções narrativas. Vários autores, como Balata e Breton (2005) já levantaram dúvidas sobre a harmonia das duas partes.

As demonstrações financeiras das sociedades anônimas de capital aberto são auditadas, então submetidas a uma forma de controle. As seções narrativas não são controladas, segundo Balata e Breton (2005), abrindo espaço para manipulação. Os usuários, dessa forma, estão potencialmente expostos a mensagens contraditórias que produzem um efeito de dissonância.

Comparando as duas seções dos relatórios contábeis, os demonstrativos financeiros e as seções narrativas, Smith e Taffler (1992) relataram uma ligação entre desempenho da firma e sua clareza nas seções narrativas: empresas com desempenho ruim tendem a apresentar as seções narrativas mais obscuras e confusas.

Hildebrandt e Snyder (1981) concluem em seu trabalho que independente do desempenho financeiro da firma, a linguagem no relatório anual será predominantemente positiva. O que não diverge dos achados de Smith e Taffler (1992), já que o discurso positivo da narrativa tem sido proposto como tentativa de ofuscar o desempenho ruim.

Um dos interesses dos usuários desses relatórios contábeis como o mercado financeiro, é quebrar ao menos em parte, a assimetria informacional, com diversas possibilidades: prevendo tanto o desempenho futuro da firma como seu risco de descontinuidade, dentre outros.

Existem vários trabalhos que desenvolveram modelos para prever a descontinuidade da firma, utilizando-se dos números contábeis, com índices de acerto superiores a 90%. Também existem estudos, como Smith e Taffler (1992), Balata e Breton (2005), dentre outros, que apontam a relação entre os números contábeis e as seções narrativas apresentadas nos relatórios anuais corporativos.

Considerando a relação entre o desempenho das empresas e o texto do relatório anual, Smith e Taffler (2000) desenvolveram modelos que foram capazes de prever, com índices de acerto superiores a 95%, a descontinuidade empresarial analisando apenas as seções narrativas dos relatórios anuais corporativos, utilizando-se de uma amostra de empresas listadas na Bolsa de Valores de Londres.

Este trabalho aplicará os modelos de Smith e Taffler (2000) em um ambiente completamente diferente do artigo desenvolvido por eles. Os modelos serão aplicados no mercado brasileiro, mais especificamente com empresas listadas na BOVESPA.

No Brasil, o governo emite todas as regras de contabilidade e os corpos profissionais não têm nenhum poder de fato para influenciar os padrões (Lopes 2006), considerando que a amostra utilizada não teve relatórios posteriores a 2006. O que diverge dos padrões adotados nos EUA e pelo IASB.

A contabilidade brasileira poderia ser considerada como híbrida, já que contempla influências do modelo italiano e americano (IUDÍCIBUS 1997). Inicialmente havia preponderância da escola italiana no Brasil, porém, principalmente pelo aumento de empresas multinacionais, inclusive das empresas de auditoria, o modelo contábil brasileiro passou a sofrer influência e vem se adaptando às normas norte-americanas (COSTA 2005).

Estes fatores levaram a contabilidade brasileira a um modelo único, que atualmente se diferencia da escola italiana indo, aos poucos, se adequando ao modelo americano e as normas do IASB.

Existem outras diferenças conjunturais entre o Brasil e a Inglaterra, como a forma da legislação (*Common Law* na Inglaterra e *Code Law* no Brasil), a concentração do controle acionário (muito maior no Brasil) e o próprio idioma.

O sistema jurídico dos países pode impactar na qualidade das informações contábeis. As empresas situadas em países *Common Law* refletem as más notícias mais rápido que empresas localizadas em países *Code-Law* (Bushman e Piotroski, 2005).

A justificativa dessa pesquisa, além de verificar a aplicabilidade no Brasil dos modelos desenvolvidos por Smith e Taffler (2000), baseia-se na possibilidade de prever a falência empresarial utilizando apenas os as seções narrativas dos relatórios anuais corporativos, o que influenciaria internamente as empresas na forma como são divulgadas as informações nesses relatórios, possibilitando estudos mais aprofundados sobre os dados e a maneira como serão publicados.

Os resultados deste trabalho podem influenciar também o ambiente externo à corporação, em que seria mais uma ferramenta útil, como modelo capaz de prever dificuldades financeiras, importante ferramenta a ser empregada na análise de crédito e de investimentos.

No campo científico, complementando os resultados de Bryan (1997), Abrahamson e Amir (1996) e Smith e Taffler (2000) quanto à existência de associação entre as informações qualitativas presentes nas seções narrativas dos relatórios anuais corporativos com o futuro financeiro das firmas. As diferenças

conjunturais entre as nações são substanciais a ponto de se questionar a sua influência nos resultados.

Diferenças como a do sistema jurídico que pode inviabilizar o uso de um modelo articulado em uma nação em outra pois, conforme Bushman e Piotroski (2005) as empresas localizadas em países que adotam o sistema *common law* refletem em seus demonstrativos as más notícias mais rapidamente que empresas localizadas em países *code law*.

O idioma também, neste caso, pode interferir diretamente e de forma negativa nos resultados da aplicação dos modelos, tendo em vista que estes modelos se baseiam na análise do relatório descritivo e foram construídos levando-se em consideração o idioma inglês, que possui diferenças nas construções textuais, por ser de origem saxônica, do português que é de origem latina.

Já as diferenças de regulamentação e fiscalização das divulgações, analisando os estudos de Abrahamson e Amir (1996) e Bryan (1997), não devem interferir significativamente nos resultados.

2 PESQUISA BIBLIOGRÁFICA

Para Ball e Foster (1982) existe um vácuo no que diz respeito a teorias econômicas que sustentem pesquisas na área de dificuldade financeira, destacando que técnica de pesquisa como a análise de discriminante é amplamente utilizada na pesquisa contábil devido a isso.

Porém ainda segundo Ball e Foster (1982) para validar os modelos estatísticos em um ambiente sem uma teoria consistente que explique pesquisas sobre falências, é necessário que o pesquisador tome bastante cuidado para que a pesquisa não se torne mais estatística do que contábil.

Com base na revisão realizada em seu trabalho, Ball e Foster (1982) concluem que além da inexistência de uma teoria suficientemente capaz de sustentar pesquisas sobre falências, ainda visualizaram que existe pouca tradição na literatura financeira sobre uma discussão detalhada de questões de validade interna.

2.1 ESTUDOS ANTERIORES

Os primeiros estudos sobre a previsão de falência identificados, foram elaborados por volta da década de 1960, quando o assunto passou a ser mais pesquisado devido à utilização de técnicas estatísticas.

2.1.1 Estudos Realizados no Exterior

Dentre os estudos que utilizam métodos estatísticos para tentar prever a falência das empresas pode-se citar Beaver (1966), Altman (1968), Lennox (1999) dentre outros.

Para Beaver (1966) os indicadores mais importantes para a determinação do risco de falência é a geração de caixa/ dívida total, o lucro líquido/ ativo total, o exigível total/ ativo total, o capital de giro/ ativo total e a liquidez corrente. Utilizando esses índices, Beaver realizou um teste de classificação dicotômica para prever a bancarrota das empresas.

O estudo de Beaver (1968) também indica que evidências observadas nos cinco anos imediatamente anteriores a falência corroboraram com a idéia de que a análise de indicadores poderia ser utilizada como fonte de informação para prever a descontinuidade empresarial.

Altman (1968) contrapôs-se à visão acadêmica que desprezava a análise baseada em índices contábeis. Na tentativa de testar a qualidade dos indicadores financeiros, o autor desenvolveu um estudo sobre a previsão de falência de empresas por meio de análise discriminante. Utilizando uma amostra de 66 firmas (33 solventes e 33 insolventes), estratificadas por setor e tamanho, o autor testou 22 variáveis relacionadas à liquidez, rentabilidade, alavancagem, solvência e atividade. O modelo resultante desse estudo classificou corretamente como “falida”, ou “não falida”, 95% das empresas da amostra.

Lennox (1999) examinou as causas da falência de companhias abertas inglesas, utilizando modelos *logit*, *probit* e de análise discriminante. Diferentemente

de outros autores Lennox não emparelhou empresas falidas e não falidas em seu estudo, com o intuito de verificar os efeitos de tamanho e setor no risco da falência. A amostra utilizada nesse trabalho foi composta a partir dos dados existentes para 949 empresas britânicas (160 insolventes) ao longo do período 1987-1994. Seus resultados indicam que a lucratividade, alavancagem, fluxo de caixa, tamanho da companhia, setor da economia e ciclo econômico influenciam a probabilidade de falência.

Resumindo todas as pesquisas empíricas na área contábil, Ball e Foster (1982) mencionam que novas técnicas desenvolvidas por economistas e estatísticos são importantes na literatura empírica contábil.

Nesse mesmo estudo, Ball e Foster (1982) citam que os primeiros estudos multivariados utilizavam como técnica a Análise de Discriminante (como Altman 1968). Segundo Ball e Foster outros autores promoveram avanços nas formas de utilização da Análise de Discriminante e desenvolveram também outras técnicas como a utilização de regressões estatísticas.

Ball e Foster (1982) relatam ainda que apesar das técnicas estatísticas serem importantes ferramentas para se validar pesquisas em contabilidade, existe o risco de o trabalho acabar contribuindo mais para as áreas econométricas e estatísticas do que para a literatura contábil.

2.1.2 Estudos Realizados no Brasil

No Brasil, os estudos realizados que tiveram como objetivo prever a falência também utilizam como fontes de informações os números apresentados nos relatórios contábeis, como Matias e Siqueira (1996), Rocha (1999) e Minuzzi (2001).

Matias e Siqueira (1996) utilizaram regressão logística para tentar prever o risco de falência de bancos brasileiros. A amostra utilizada foi composta por 29 bancos que sofreram liquidação, intervenção ou incorporação no período compreendido entre julho de 1994 e abril de 1996, os autores propuseram um modelo a partir de um conjunto de 26 indicadores de desempenho econômico-financeiro. Esse modelo conseguiu classificar corretamente como falidos 91% dos bancos utilizados na amostra.

Em seu estudo, Rocha (1999) propôs um modelo de previsão de insolvência utilizando o Modelo de Risco Proporcional de COX. Esse modelo utilizou um conjunto de 26 indicadores financeiros e foi testado em uma amostra de 32 bancos (17 financeiramente saudáveis e 15 falidos), tal modelo fornece segundo Rocha (1999) uma estimativa do tempo de sobrevivência, ou seja, o modelo fornece uma estimativa do tempo até a falência de um banco.

Minussi (2001) também construiu um modelo de previsão de descontinuidade, porém, através de regressão logística. A amostra utilizada no trabalho de Minussi (2001) foi composta por 323 empresas industriais que operaram no mercado de câmbio no período 1997-2000.

Com o intuito de reduzir o grau de correlação entre as variáveis, Minussi (2001) realizou um teste estatístico com um total de 49 indicadores financeiros. Seus

resultados indicam que a regressão logística apresenta vantagens sobre a análise discriminante, quando aplicada à previsão de falência.

Pode-se verificar que os estudos citados anteriormente utilizaram diferentes métodos para tentar prever a descontinuidade das empresas, contudo todos eles utilizam apenas dados obtidos a partir dos números apresentados nos demonstrativos contábeis.

2.2 ESTUDOS QUE UTILIZARAM AS SEÇÕES NARRATIVAS DOS RELATÓRIOS ANUAIS CORPORATIVOS

Em seu estudo, Balata e Breton (2005) propõem que os demonstrativos contábeis não são as únicas e nem mesmo as mais importantes informações utilizadas pelos analistas de mercado atualmente, os relatórios da diretoria também são utilizados na hora de definir onde investir.

Evidências apontadas na pesquisa de Schipper (1991) sugerem que a divulgação narrativa discricionária em relatórios anuais é de grande importância, mesmo para usuários hábeis tais como os analistas financeiros, que estão entre os principais usuários da informação contábil.

Rogers e Grant (1997) apud Smith e Taffler (2000), por exemplo, em sua comparação detalhada do conteúdo dos relatórios anuais da companhia e de relatórios dos analistas de vendas concluem que as seções descritivas do relatório anual (a carta do presidente, a discussão e análise da gerência (MD&A) etc.) fornecem quase duas vezes a quantidade de informação citada do que as indicações financeiras básicas. Em média, as seções narrativas dos relatórios

anuais que eles estudam continham não menos que 40 por cento da informação citada pelos analistas.

Smith e Taffler (1992) apresentaram uma associação entre o desempenho das empresas e suas divulgações discricionárias. Quando as empresas estão em situação favorável, o relatório descritivo tende a ser mais claro, porém, quando a situação esta adversa os relatórios descritivos tendem a ser mais omissos e obscuros.

Foi a partir dessa pesquisa de 1992, que os próprios Smith e Taffler desenvolveram, no ano 2000, um trabalho buscando prever as falências das empresas utilizando seus relatórios discricionários.

A base de dados utilizada por Smith e Taffler (2000) foi de empresas de capital aberto, listadas ou que estavam listadas na bolsa de valores da capital britânica. Inicialmente eles selecionaram 54 empresas falidas, essas empresas deveriam ser emparelhadas com outras do mesmo setor, porém a dificuldade de conseguir as combinações reduziu o número de empresas falidas para 33, ou seja, a amostra total foi de 66 empresas.

Smith e Taffler (2000) propuseram dois modelos lineares, um objetivo, com a simples contagem de palavras nos textos dos relatórios descritivos e outro, mais subjetivo, baseado na contagem de temas aparentes na seção dos relatórios anuais corporativos intitulados *Chairman Statement*.

Os modelos propostos por Smith e Taffler (2000) calculam um *score* para cada empresa, sendo que para classificá-las corretamente, o *score* das empresas

falidas deveria ser negativo e das empresas financeiramente saudáveis deveria ser positivo.

Os índices de acerto desses modelos propostos por Smith e Taffler (2000) foram de 98% no primeiro modelo (modelo objetivo) e de 95% no segundo modelo (modelo subjetivo), índices superiores a muitos modelos tradicionais que utilizam os números contábeis como base de dados para prever a descontinuidade das empresas.

Nessa mesma linha, Bryan (1997) pesquisou a associação entre as informações apresentadas nas seções narrativas dos relatórios anuais corporativos com o futuro financeiro da empresa e o retorno de suas ações. A seção do relatório anual utilizada por Bryan (1997) foi o *Management Discussion and Analysis* (MD&A).

Bryan (1997) utilizou dados de 250 MD&A correspondentes ao período encerrado de 1990. Os resultados obtidos apontam que os dados apresentados nos MD&A são significativamente associados com o futuro das empresas, especialmente com seu primeiro ano subsequente.

Bryan (1997) ressalta que existem exigências de publicação de certos assuntos (como perspectivas de investimentos e de resultados) no MD&A por parte da *Securities and Exchange Commission* (SEC), ou seja, existe um nível regulatório maior associado ao conteúdo do MD&A.

Esse aspecto diferencia o MD&A do Relatório da Administração (RA) brasileiro, devido às exigências e principalmente pela fiscalização por parte da SEC no MD&A, o que, apesar de existirem as regras, não ocorre no Brasil com o RA.

Bryan (1997) cita que a SEC exige que as empresas através dos MD&A forneçam informações relevantes aos investidores, como discussão e análise dos resultados e operações, de sua liquidez, dos capitais aplicados, além de suas perspectivas futuras.

Contudo, Abrahamson e Amir (1996) fizeram pesquisa bastante semelhante à de Bryan (1997), porém utilizando com base de dados o relatório intitulado *President letter*, exatamente por que essa seção do relatório não possui nenhuma determinação ou fiscalização quanto sua publicação.

Abrahamson e Amir (1996) também procuraram verificar se os dados contidos nos *President Letter* estavam associados com seu desempenho financeiro futuro e o preço futuro das ações da companhia. A base de dados utilizada por Abrahamson e Amir (1996) inclui mais de 1000 relatórios compreendidos entre 1989 e 1990.

Os resultados obtidos por Abrahamson e Amir (1996), apesar de utilizarem relatórios descritivos que não são “regulados e fiscalizados”, foram similares aos encontrados por Bryan (1997), ou seja, existe associação entre as informações contidas na *President letter* e o futuro financeiro e o preço futuro das ações da companhia, principalmente no primeiro ano após a publicação desses relatórios.

De acordo com as pesquisas de Bryan (1997) e Abrahamson e Amir (1996) o fato de ser ou não regulamentado e fiscalizado não elimina o poder preditivo das informações obtidas a partir das seções narrativas dos relatórios anuais corporativos.

2.3 DIFERENÇAS CONJUNTURAIS E DE MERCADO

Os aspectos envolvendo as diferenças entre os mercados dos diversos países vêm sendo amplamente estudados nos últimos anos, seja através da influência dos ajustes contábeis aos diferentes GAAP (Costa 2005; Nascimento 2006) ou através da replicação ou aplicação de modelos desenvolvidos em um mercado em outro (Lopes 2002).

Uma das principais diferenças entre nações é o sistema legal ou jurídico, que se refere aos dois principais modelos legais: o direito consuetudinário (*common-law*) e o direito romano (*code-law*). Austrália, Canadá, Reino Unido e Estados Unidos são exemplos de países que utilizam direito consuetudinário. Brasil, França, Alemanha e Japão são exemplos dos que adotam o direito romano.

Nascimento (2006) em seu estudo resume as principais diferenças, no ponto de vista contábil dos sistemas legais, como é possível ver no Quadro 1.

Além do sistema legal, outras diferenças separam os mercados brasileiro e britânico nos aspectos que envolvem as divulgações contábeis, como o idioma. Enquanto na Inglaterra o idioma inglês tem origem anglo-saxônica, o português, idioma oficial do Brasil, possui origem latina.

Quanto à regulamentação contábil, as diferenças também existem, pode-se verificar algumas delas no Quadro 2, extraído de Lopes (2006).

Pontos	Common Law	Code-Law
Regulamentação	Estruturas gerais de organização (mercado financeiro, prof. contábil, auditoria, etc...) menos regulamentadas.	Estruturas gerais de organização (mercado financeiro, prof. contábil, auditoria, etc...) mais regulamentadas.
Estrutura Acionária	Estrutura acionária dispersa entre um grande número de acionistas. (<i>Shareholder System</i>)	Controle nas mãos de poucos acionistas e ligados à gestão. (<i>Stakeholder System</i>)
Força da Profissão Contábil	Auto regulamentadas e com enorme impacto social e prestígio.	Não abordado.
Impacto Tributário na Contabilidade	Pequena influência da legislação tributária	Forte Interferência da legislação tributária.
Obrigatoriedade, Pagt° dividendos	Não abordado.	Impacta sobre a "qualidade" do lucro contábil.
Regulamentação Contábil	Está fora da esfera de influência governamental.	Normalmente regulada legalmente diretamente pelo governo.

QUADRO 1: DIFERENÇAS ENTRE OS SISTEMAS LEGAIS.

Fonte: Nascimento (2006).

<p>Accounting Regulations issued by the government Sources of Finance credit based on insider deals Influence of Tax enormous with most firms' statements based on tax rules Investor Protection very low Ownership Concentration very high</p>			
Specific Accounting Rules			
	Brazil	US-GAAP	IFRS
<i>Invento,y</i>	<i>lower of acquisition cost or market value. Market values can be used for some items</i>	<i>Similar to Brazil</i>	<i>Similar to Brazil</i>

	Brazil	US-GAAP	IFRS
<i>Depreciation</i>	<i>No specific depreciation method is recommended but any method must be applied consistently</i>	<i>Similar to Brazil</i>	<i>Similar to Brazil</i>
<i>Statements of cash flows</i>	<i>The statement of changes in financial position is required and cash flow information may be disclosed as supplementary information</i>	<i>Most companies have to provide a statement of cash flows in general purpose financial statements</i>	<i>The statement of cash flows should be produced as an Integral part of the financial statements</i>
<i>Extraordinary itens</i>	<i>Segregated from income from ordinary operations a reported in a separate line in the income statement.</i>	<i>Similar to Brazil</i>	<i>Similar to Brazil</i>
<i>Prior period adjust</i>	<i>Adjustments to the opening balance of retained earnings for corrections of errors in prior periods not related to subsequent events and changes in accounting policies.</i>	<i>Retrospective application of the prior period adjustments when comparative statements are presented to correct prior errors, certain changes in acc. principles certain adjustments related to prior interim periods.</i>	<i>Treatment for certain changes in acc. policies and corrections of errors in the opening balance of retained, earnings</i>
<i>Changes in acc. policy</i>	<i>Must be explained. The effects of changes in accounting practices are classified as prior year adjustments. However, the financial statements are not restated. An appropriate disclosure should be made if relevant</i>	<i>The cumulative effect of the change should be shown in the income statement after extraordinary items and before net income in the year in which the change occurs.</i>	<i>The company must give pro forma information on the prior year adjustment basis</i>
<i>Research and Development Expenses</i>	<i>May be capitalized as a deferred asset. The amortization period should be determined on expected future economic benefits. The legislation requires a minimum amortization period of 5 years while the companies law allows for a maximum of 10 years amortization period.</i>	<i>Only costs of materials and equipment and other facilities purchased from others and with alternative future uses can be capitalized. With the exception of some internally developed software, all other R&D costs are not capitalized</i>	<i>Research (new knowledge) is not capitalized Development (application) can be capitalized only under very special circumstances when the project meets strict requirements</i>

QUADRO 2: DIFERENÇAS ENTRE AS NORMAS CONTÁBEIS.

Fonte: Lopes (2006, p.7).

Os estudos de La Porta e outros (1997; 1998) pesquisaram os efeitos de diferentes níveis legais de tratamento dado aos minoritários em diversos países, e concluíram que essas diferenças estão relacionadas com a grande diversidade encontrada em relação ao grau de concentração de propriedade das firmas, à política de dividendos praticada, ao acesso da firma a novas fontes de financiamento externo e ao desenvolvimento do mercado de capitais.

2.3 DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES CONTÁBEIS

Para Salotti e Yamamoto (2005) até a década de 1960, a pesquisa contábil se resumia à pesquisa normativa, ou seja, com uma abordagem prescritiva, fornecendo soluções teóricas, ditando regras, determinando o que deveria ser adotado pela prática contábil. A partir desse período, principalmente em nível internacional, a pesquisa contábil passou por fortes transformações de âmbito metodológico e o enfoque positivo surge como contraponto a esse tipo de pesquisa, sugerindo a construção de teorias baseadas em evidências empíricas.

A partir dessa evolução, a teoria atinge o objetivo de “descrever como a contabilidade se desenrola, no mundo real, e prever o que irá ocorrer (poder preditivo)” (DIAS FILHO e MACHADO, 2004, p. 15).

Sobre essa “Teoria da Divulgação”, diversos são os artigos escritos sobre o tema nos principais periódicos internacionais, contudo Verrechia 2001 e Dye 2001 resumiram e discutiram praticamente tudo o que se havia estudado até o momento.

O principal objetivo dessa linha de pesquisa é explicar o fenômeno da divulgação de informações financeiras, como por exemplo, determinar qual é o efeito da divulgação de demonstrações contábeis no preço das ações, explicar quais as

razões econômicas para que determinada informação seja divulgada voluntariamente, dentre outros.

Para Verrechia (2001) não há uma teoria da divulgação abrangente ou unificada, ou pelo menos, nenhuma sobre a qual ele se sinta confortável para identificá-la, não há nenhum paradigma central sobre essa teoria, nem uma única noção convincente que dê origem a todas as pesquisas subseqüentes, para o autor não há nenhuma “teoria” consolidada.

Diante dessa dificuldade Verrechia (2001) procurou categorizar os modelos que tratam do assunto, propondo três categorias:

- Pesquisa sobre Divulgação Baseada em Associação;
- Pesquisa sobre Divulgação Baseada em Julgamento;
- Pesquisa sobre Divulgação Baseada em Eficiência.

Verrechia (2001) sugere que a divulgação baseada na eficiência se diferencia das outras, pois nesta se estuda qual o tipo de divulgação é preferível para cada dado ou em cada momento.

Após a divulgação, segundo Verrechia (2001), o processo passa a ser “baseado em associação” ou “baseado em julgamento”. Na primeira, não se discutem os motivos da empresa em divulgar, na segunda, esses motivos passam a ser considerados e, dessa forma, questiona-se por que a firma divulgaria ou não determinadas informações.

Contrariando um pouco Verrechia (2001), para Dye (2001) existe uma teoria da divulgação voluntária, sendo que essa teoria é uma parte da teoria dos jogos com a premissa central de que qualquer entidade que esteja planejando a divulgação irá divulgar informação favorável para a entidade e não irá divulgar informação desfavorável à entidade.

De acordo com Dye (2001), Hildebrandt e Snyder (1981) afirmam que independente do desempenho financeiro da firma, a linguagem no relatório anual será predominantemente positiva.

Smith e Taffler (2000) procuraram através de uma análise multivariada capturar essa possível omissão e forma de divulgação de informações negativas em seus modelos preditivos e, de acordo com os índices de acerto que os modelos obtiveram, com bastante êxito.

2.4 OS MODELOS PROPOSTOS POR SMITH E TAFFLER

Na literatura gerencial Bettman e Weitz (1983), Staw e outros (1983), Salancik e Meindl (1984), Clapham e Schwenk (1991) e Abrahamson e Park (1994) adotam uma abordagem de análise de conteúdo para explorar as atribuições causais feitas pelas gerências das firmas, em seus relatórios descritivos, para explicar ou esclarecer o desempenho da companhia. Os cinco estudos fornecem forte evidência de comportamento gerencial “em causa própria” ou “hedônica” na narrativa do relatório anual.

Tais atribuições em causa própria são uma tentativa de causar uma “impressão gerencial”, isto é, controlar as percepções da clientela interna e externa sobre a firma para que haja a interação da maneira desejada.

Bowman (1984) usa o número de ocorrências da palavra “novo” do relatório da administração como uma medida do risco gerencial para apontar questões de risco e incertezas estratégicas da firma. Ele também enfatiza as vantagens da análise de conteúdo como uma medida reservada, desde que os relatórios sejam

escritos para finalidades e públicos diferentes daqueles constituídos por analistas de conteúdo.

Estes estudos não objetivaram pesquisar os casos em que as firmas beiravam a falência e estavam principalmente interessadas no processo de atribuição do gerenciamento causal, abrindo espaço para pesquisas na área de insolvência empresarial tomando por base as seções narrativas dos relatórios anuais corporativos.

Frazier e outros (1984), McConnell e outros (1986), Swales (1988) e Yoon e Swales (1991), exploram se os dados qualitativos encontrados no relatório anual da firma podem prever o desempenho do preço da ação usando a abordagem da análise de conteúdo para classificar e registrar temas recorrentes “orientados” para o futuro nos relatórios descritivos. Yoon e Swales (1991) desenvolvem uma metodologia com um modelo de rede neural, uma questão explorada também por Abrahamson e Amir (1996).

Baseados nestes estudos Smith e Taffler (2000) adotaram uma abordagem que envolve referências positivas e negativas e que permita a avaliação da importância de palavras e temas individuais.

Os dois modelos desenvolvidos por Smith e Taffler (2000) utilizaram técnicas multivariadas como a análise de discriminante linear, e os autores não impuseram limitações quanto ao seu uso em diferentes países.

Smith e Taffler (2000) utilizaram duas abordagens genéricas alternativas à análise de conteúdo: a análise orientada pela forma (objetiva), que envolve a contagem rotineira das palavras ou de referências concretas, e a análise orientada

pelo significado (subjativa), que foca na análise dos temas subjacentes dos textos estudados.

Para a construção dos modelos os autores inicialmente efetuaram um estudo piloto com 12 empresas, sendo seis “falidas” e seis “financeiramente saudáveis”. Utilizaram uma combinação do programa de concordância de Oxford (OCP) com o software estatístico SPSS-X.

2.4.1 Modelo Objetivo de Smith e Taffler

No primeiro modelo multivariado de Smith e Taffler (2000), apresentado abaixo, a análise é mais objetiva e visa à busca de palavras chave dentro da análise do texto.

$$Z = 1,2 + 364,6(\text{PROF}) + 1.005,0(\text{ECON}) - 557,8(\text{CLOSE}) - 6,4(\text{NOMDIV}) - 1.005,0(\text{LEND}) - 2,8(\text{BS}) - 718,9(\text{REC})$$

Onde:

Z - Score

PROF: (Lucro – Perda)

ECON: Economia (melhora)

REC: Recessão

CLOSE: Fechamento (diminuição de vendas)

NOMDIV: Redução de dividendos

LEND: Empréstimos/dívidas

BS: Apoio do Banco (financeiro)

Os parâmetros do modelo foram estimados utilizando-se da técnica de análise discriminante convencional de Fisher, pois esta técnica permite descobrir as ligações que existem entre um caráter qualitativo a ser explicado e um conjunto de caracteres quantitativos explicativos.

Dentro desse modelo se o Z-Score obtido for negativo é indício de que a empresa está passando por dificuldades financeiras (provável falência). Caso o Z-Score seja positivo significa que a empresa está financeiramente “saudável”.

As variáveis deste modelo foram geradas em um dicionário de análise de conteúdo, as variáveis compostas (por exemplo, lucro menos a perda) foram criadas também para finalidades analíticas. As variáveis da relação das palavras são derivadas assim:

$$\text{Variável da palavra} = \frac{\text{Número de ocorrências comuns}}{\text{Número total das palavras na narrativa}}$$

As variáveis da palavra foram construídas usando esta fórmula para cada uma das palavras-chave e seus compostos, calculados rotineiramente para associações entre palavras específicas e o status financeiro das respectivas companhias.

Estes compostos são as variáveis formadas pela diferença entre a quantidade de palavras de significado antagônico como, por exemplo, o valor da variável PROF

é determinado pela diferença entre a palavra lucro e seus sinônimos (lucrável, rentável, superávit, etc.) menos a palavra perda (prejuízo, déficit, etc.).

Neste contexto, o sentido da palavra é o que mais importa, por isso houve a necessidade de contagem manual das palavras chave, através da leitura de cada um dos relatórios descritivos, como por exemplo: “as oscilações do mercado fizeram com que a empresa **não obtivesse lucro** no período”, nesse sentido a palavra lucro entra como redutora na variável PROF do modelo.

A formação das palavras-chave que compõem cada uma das variáveis pode ser verificada no dicionário montado no Anexo I.

No início da construção desse modelo, Smith e Taffler (2000) chegaram a 36 palavras chave, sendo que a definição final sobre quais variáveis seriam utilizadas surgiu após testes estatísticos para verificar quais teriam maior associação com a falência das empresas.

2.4.1 Modelo Subjetivo de Smith e Taffler

O segundo modelo proposto por Smith e Taffler (2000), apresentado a seguir, envolve a análise dos temas apresentados nos relatórios discricionários para chegar também ao Z-Score.

$$Z = 0,41 + 10,4(\text{Boas Notícias}) - 17,0(\text{Notícia Ruim}) - 14,5(\text{Redução})$$

Onde:

Z - Score

Boas Notícias - desempenho positivo e notícia positiva sobre os dividendos
(Avaliativo: Benéfico)

Notícia Ruim - desempenho negativo e nenhuma notícia ou notícia ruim sobre os dividendos (Avaliativo: Adverso)

Redução - redução das operações e/ou recessão na economia.

Também para este modelo os parâmetros foram estimados por meio de análise discriminante e, da mesma forma que no primeiro modelo se o Z-Score for maior que zero significa que a empresa está financeiramente saudável e, caso o Z-Score for menor que zero, significa que a empresa passa por dificuldades financeiras (risco de falência).

Neste modelo para cada frase da narrativa é designada uma contagem do tema e seu conteúdo temático estabelecido. A relação das variáveis é computada para a amostra principal das narrativas para cada tema na base de:

$$\text{Variável do tema} = \frac{\text{Soma das frases com o tema}}{\text{Número total das frases no relatório}}$$

Caso constate-se algum dos três temas descritos acima, o parágrafo é marcado e entra na contagem final dos parágrafos que mencionam o tema, ao final esse somatório é dividido pelo total de parágrafos da narrativa e esse resultado entra como variável do modelo.

3 SELEÇÃO DA AMOSTRA

Para chegar ao objetivo, através dos modelos apresentados anteriormente, foram selecionadas empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) com falências ou concordatas decretadas e emparelhadas com empresas do mesmo setor que se apresentem até a presente data financeiramente saudáveis.

Devido às dificuldades em obter relatórios de empresas listadas na Bovespa que tiveram falência ou concordata decretada, a seleção da amostra passou por três etapas:

- Primeiramente foram selecionadas, no site da Bolsa de Valores de São Paulo as empresas que tiveram seu registro cancelado, que montavam mais de duas mil empresas a partir do ano 2000. A grande maioria dessas empresas simplesmente fechou o capital ou foram incorporadas por outras empresas. Para selecionar as falidas ou concordatárias, através de consultas aos relatórios simplificados de cada uma dessas mais de duas mil empresas, separou-se as que tiveram seu registro cancelado por falta de atualização de informações.
- Na seqüência foram efetuadas consultas aos sites das empresas, ao site do jornal valor econômico (todos os jornais a partir do ano 2000, na seção falências decretadas), ao site da Receita Federal, dentre outras fontes para identificar as empresas que realmente entraram em concordata ou faliram, e o ano em que isso ocorreu.

- A partir do momento em que se identificaram as empresas falidas ou concordatárias, consultou-se o site da CVM para verificar se essas empresas possuíam dados disponíveis para a realização do trabalho, além de verificar a existência de outra empresa do mesmo setor também com dados disponíveis na CVM, devido a necessidade de formar pares entre “falidas” e “não falidas”.

Formados os pares de empresas falidas (ou concordatárias) e não falidas, aplicaram-se os modelos propostos por Smith e Taffler (2000) em que se buscou verificar se no Brasil os resultados da análise de relatórios da administração como fonte de informações capaz de prever concordata (ou falência) é tão eficaz quanto na Inglaterra, tendo em vista as diferenças culturais, de idioma, da legislação e do uso contábil, do sistema legal e da eficiência do mercado de capitais.

Foram utilizados 30 relatórios anuais corporativos, sendo 15 de empresa que subsequentemente faliram e 15 de empresas que não faliram nos anos subsequentes. Estes 30 relatórios referem-se a 28 empresas, devido a utilização de dois relatórios das empresas Cia Aérea Tam e Coteminas S/A, a relação completa das empresas e pares utilizados nesta pesquisa estão apresentados no quadro 3.

4 OBJETIVO E PROCEDIMENTOS DE PESQUISA

No desenvolvimento do presente estudo, os procedimentos para a aplicação dos modelos em empresas brasileiras listadas na BOVESPA, foram realizados em uma amostra contendo trinta relatórios anuais corporativos, sendo quinze de empresas que faliram e quinze de empresas que não faliram.

Como os dois modelos propostos por Smith e Taffler são classificatórios, ou seja, calculam uma “nota” para classificar as empresas como “falidas” (nota menor que 0) e “não falidas” (nota maior que 0). Utilizou-se o teste estatístico “t”, de acordo com Hair e outros (2005) para verificar se o poder de classificação dos modelos é estatisticamente significativo.

Para aplicar o modelo objetivo de Smith e Taffler (2000), para cada variável da palavra (ou variável composta como lucro menos perda) foram contadas as palavras chave constantes nos relatórios descritivos e essa soma dividida pela quantidade total de palavras do texto, após a divisão o resultado foi incluído na fórmula linear desenvolvida por Smith e Taffler (2000).

A relação da contagem de palavras para cada variável da palavra consta no anexo I. Verifica-se também que a variável “nomdiv” não teve influência no resultado final em nenhum dos relatórios.

Para a aplicação do segundo modelo de Smith e Taffler (2000), que calcula o *score* por meio dos temas aparentes dos relatórios descritivos, os parágrafos foram identificados como trazendo “boas notícias”, “más notícias” ou “redução/recessão”.

A soma dos parágrafos da dissertativa que trazia as “boas notícias”, as “más notícias” e que falavam sobre “redução/ recessão” foram divididos pela quantidade de parágrafos da narrativa e seu resultado lançado no modelo.

Como exemplo de tema/parágrafo que traz boas notícias apresenta-se:

[...] A TAM obteve lucro de R\$ 174 milhões no exercício, um dos maiores já registrados pela companhia. Esse resultado é fruto de um trabalho consciente com alto grau de profissionalização que vem sendo desenvolvido ao longo dos últimos anos. (Trecho do Relatório da Administração da Cia Aérea TAM, referente ao exercício de 2003).

Como exemplo de tema/parágrafo que traz más notícias apresenta-se:

[...] Devemos comentar também que ocorreu no período uma redução de preços médios de uma forma geral em virtude de uma acirrada concorrência em que o aumento das despesas operacionais com feiras e exposições contribuiu com a ocorrência de uma performance negativa. (Trecho do Relatório da Administração da Fechaduras Brasil S/A, referente ao exercício de 2000).

Como exemplo de tema/parágrafo que trata de redução das atividades ou recessão apresenta-se:

[...] A redução da atividade no último trimestre e, principalmente, as altas taxas de juros, que afetaram os passivos fiscal e bancário, foram as causas do prejuízo do exercício. (Trecho do Relatório da Administração da Construtora Coest S/A, referente ao exercício de 1997).

Como critério de análise, um mesmo parágrafo não pode ser computado como má notícia e como redução/recessão ao mesmo tempo.

O mapa da contagem dos parágrafos em cada empresa pode ser visualizado no Apêndice III.

5 RESULTADOS

Foi utilizada uma amostra com 30 observações (relatórios), referentes a 28 empresas (Coteminas e Tam aparecem com dois relatórios em anos diferentes), sendo quinze com falências decretadas e quinze financeiramente saudáveis para chegar a resultados de aplicabilidade dos modelos.

As empresas da amostra e o ano dos relatórios utilizados estão apresentados na tabela 1:

EMPRESAS FALIDAS	EMPRESAS NÃO FALIDAS	ANO DO RELATORIO DA DIRETORIA
BANCO CREFISUL	BANCO MERCANTIL	1998
CASA ANGLO BRASILEIRA	LOJAS RENNER	1997
TRANSBRASIL	TAM	1999
CIA ITAUNENSE	CONF. GUARARAPES	1997
CIA LORENZ	JOSAPAR	1997
KALIL SEHBE	COTEMINAS	1997
BRASPÉROLA	COTEMINAS	1999
VASP	TAM	2003
IMPÉRIO LISAMAR	CONSERVAS ODERICH	1997
CIA PAULISTA	FOSFÉRTIL	1997
ELEBRA	SPRINGER	1999
SHARP	GRADIENTE	1998
CNV	STAROUP	1997
COEST	AZEVEDOS E TRAVASSOS	1997
FECHADURAS BRASIL	GERDAU	2000

QUADRO 3: EMPRESAS E ANO DO BALANÇO UTILIZADAS NO ESTUDO.

5.1 RESULTADOS APLICANDO O MODELO OBJETIVO DE SMITH E TAFFLER

Aplicando o primeiro modelo proposto por Smith e Taffler (2000) chegou-se aos resultados (Z – Score) apresentados na tabela 2:

Com a utilização desse modelo o índice de acerto foi de 90%, sendo que os erros (Casa Anglo Brasileira, Banco Crefisul e VASP) foram de empresas que faliram e foram classificadas com o Score positivo.

TABELA 1: RESULTADOS COM A UTILIZAÇÃO DO PRIMEIRO MODELO.

EMPRESA	SCORE	EMPRESA	SCORE
CASA ANGLO BRASILEIRA	1,900942	RENNER	2,41601
TRANSBRASIL	-1,08029	TAM	1,242574
BCO CREFISUL	1,02259	BCO MERCANTIL	1,644815
CIA ITAUNENSE	-3,36838	CONF GUARARAPES	2,01583
CIA LORENZ	-1,41892	JOSAPAR	0,344786
KALIL SEHBE	-7,563478	COTEMINAS	0,869719
BRASPÉROLA	-4,157728	COTEMINAS	1,853991
VASP	1,100897	TAM	1,320132
IMPERIO LISAMAR	-4,435374	CONSERVAS ODERICH	2,820444
CIA PAULISTA	-2,114976	FOSFÉRTIL	1,517319
ELEBRA	-0,944706	SPRINGER	1,775079
SHARP	-1,547783	GRADIENTE	2,111978
CNV	-0,294262	STAROUP	0,777586
COEST	-1,848087	AZEVEDO E TRAVASSOS	0,128944
FECHADURAS BRASIL	-1,319141	GERDAU	0,866715

Estes resultados corroboram com os estudos de Bryan (1997) e Abrahamson e Amir (1996) no sentido de que é o relatório descritivo possui poder preditivo do desempenho futuro da firma e com a teoria da divulgação já que não houve diferença entre estes resultados e os obtidos em Londres por Smith e Taffler (2000).

5.2 RESULTADOS APLICANDO O MODELO SUBJETIVO DE SMITH E TAFFLER

Utilizando o segundo modelo, que analisa os temas propostos os resultados foram os apresentados na tabela 3.

Com esse modelo o índice de acerto foi de 96%, com o erro de classificação sendo também de uma empresa falida (Casa Anglo) como não falida, como pode ser visualizado na Tabela 2.

TABELA 2: RESULTADOS COM A UTILIZAÇÃO DO SEGUNDO MODELO.

EMPRESA	SCORE	EMPRESA	SCORE
CASA ANGLO	0,81	RENNER	1,276667
TRANSBRASIL	-3,215	TAM	0,26
BCO CREFISUL	-0,19417	BCO MERCANTIL	0,107917
CIA ITAUNENSE	-4,84	CONF GUARARAPES	1,565556
CIA LORENZ	-0,70053	JOSAPAR	0,41
KALIL SEHBE	-6,19	COTEMINAS	0,993019
BRASPÉROLA	-0,53286	COTEMINAS	2,324815
VASP	-0,76222	TAM	0,98069
IMPÉRIO LISAMAR	-8,94714	CONSERCAS ODERICH	7,343333
CIA PAULISTA	-3,27	FOSFÉRTIL	2,787143
ELEBRA	-6,39	SPRINGER	1,91
SHARP	-3,88091	GRADIENTE	3,876667
CNV	-2,99	STAROUP	1,21
COEST	-1,66143	AZEVEDO E TRAVASSOS	0,385
FECHADURAS BRASIL	-7,14556	GERDAU	2,93973

5.3 TESTE DO PODER DE CLASSIFICAÇÃO DOS MODELOS

Para efetuar este teste, segundo Hair et al (2005), utiliza-se o teste estatístico ‘t’, segundo esses autores “o teste t está disponível para determinar o nível de significância para a precisão de classificação”.

Para Hair e outros (2005) a fórmula para análise de dois grupos com o mesmo tamanho de amostra é:

$$t = \frac{p - 0,5}{\sqrt{\frac{0,5(1,0 - 0,5)}{N}}}$$

De acordo com o teste “t”, com a utilização da fórmula proposta por Hair et al (2005), os dois modelos elaborados por Smith e Taffler (2000) utilizando-se de

empresas listadas na bolsa de valores de Londres, quando aplicados em empresas brasileiras, possuem nível de significância na precisão de classificação a 1%.

Para o primeiro modelo o t calculado foi de 4,38 e no segundo modelo de 5,11. O que significa que o poder classificatório dos modelos foi, neste caso, estatisticamente significativo a 1%.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

6.1 CONCLUSÃO

O objetivo deste trabalho foi verificar a aplicabilidade dos modelos preditivos de Smith e Taffler (2000) no mercado brasileiro, especificamente com empresas listadas na BOVESPA.

Os índices de acerto na classificação de empresas falidas e não falidas apurados pelos modelos desenvolvidos por Smith e Taffler (2000) quando aplicados ao mercado brasileiro, aliados aos testes estatísticos que permitem verificar o poder de classificação dos modelos permite concluir que é possível prever a descontinuidade das empresas com base apenas nas seções narrativas dos relatórios anuais corporativos.

Os resultados obtidos também permitem concluir que os modelos desenvolvidos por Smith e Taffler (2000) puderam ser aplicados nesta amostra sem alterações significativas em seu poder preditivo, apesar das diferenças legais e conjunturais existentes entre as duas nações, o que pode ser explicado pela Teoria da Divulgação, já que esta não aponta diferenças nas escolhas de divulgação devido à diferenças conjunturais entre os países.

Percebe-se também que os resultados em muito se assemelham aos obtidos quando os modelos foram aplicados em Londres, ou seja, especificamente em relação aos mercados inglês e brasileiro as diferenças conjunturais de cada nação não interferiram significativamente na aplicabilidade dos modelos.

No que diz respeito ao poder de classificação dos modelos verificou-se que o índice de acerto na classificação é estatisticamente significativo a 1% ($t = 4,38$) no primeiro modelo e também é significativo a 1% ($t = 5,11$) no segundo modelo, o mesmo índice obtido em Londres.

Apesar das seções narrativas dos relatórios anuais corporativos não serem muito utilizadas com o intuito de prever a falência das firmas, os resultados da aplicação dos modelos desenvolvidos por Smith e Taffler (2000) demonstram que uma combinação das palavras chave, e dos temas subjacentes presentes nas seções narrativas dos relatórios anuais corporativos permitem um grau elevado de discriminação de firmas falidas e não falidas.

Estes resultados corroboram com os estudos de Frazier e outros (1984), McConnell e outros (1986), Swales (1988) e Yoon e Swales (1991), Abrahamson e Amir (1996), Bryan (1997) e dos próprios Smith e Taffler (2000) no sentido de que os dados contidos nos relatórios descritivos são importantes fontes de informação para se prever o desempenho futuro das firmas.

Assim como as evidências apontadas na pesquisa de Schipper (1991) e de Rogers e Grant (1997) apud Smith e Taffler 2000, que sugerem que a divulgação narrativa discricionária em relatórios anuais é de grande importância para analistas financeiros, este estudo indica um caminho que deve mais explorado no Brasil, tanto internamente na firma, que deve analisar melhor o que está divulgando em suas seções narrativas como para o mercado que pode utilizar mais esta importante ferramenta para quebra da assimetria informacional.

6.2 LIMITAÇÕES

Durante a realização da pesquisa bibliográfica e empírica foi possível constatar algumas importantes limitações deste estudo:

- **Amostra:** Devido a dificuldade de obtenção de dados e formação de pares entre empresas falidas e não falidas, a amostra deste estudo foi composta por apenas 30 relatórios e os resultados e as conclusões estão restritos à amostra selecionada.

- **Modelos Utilizados:** Os modelos utilizados foram desenvolvidos no mercado londrino e, devido à restrição da amostra que impossibilitou a criação de uma pré-amostra para análise preliminar, sem qualquer adaptação para o mercado brasileiro.

- **Procedimentos:** Os procedimentos utilizados para a pesquisa foram similares aos utilizados por Smith e Tafler (2000) após a criação dos modelos e, assim como o modelo original está sujeito a erros de classificação do pesquisador.

6.3 SUGESTÃO PARA ESTUDOS FUTUROS

- Realizar uma pesquisa comparativa entre modelos que visam prever a falência das firmas baseados em números contábeis *versus* modelos que utilizam os relatórios descritivos, sendo que, neste caso não há a necessidade de se formar pares entre “falidas” e “não falidas”.

7 REFERÊNCIAS

ABRAHAMSON, Eric; AMIR, Eli. The Information content of the president's letter to shareholders. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 23, n. 8, 1996.

ABRAHANSON, E.; PARK, C. Concealment of negative organizational outcomes: an agency theory perspective. **Academy of Management Journal**, v. 37. n. 5, p. 1302-34, 1994.

ALTMAN, Edward I. Financial ratios, discriminant analysis and fite prediction of corporate bankruptcy. **Journal of Finance**, v. 23, n. 4, 1968.

BALATA, Pascal; BRETON, Gaetan. Narratives vs. numbers in annual report. **Review of Accounting & Finance**, v. 4, n. 2, 2005.

BALL, Ray; FOSTER, George. Corporate financial reporting: a methodological review of empirical research. **Journal of Accounting Research**, v. 20, 1982.

BEAVER, W. H. Alternative accounting measures as predictors of failure. **The Accounting Review**, v. 43, n. 1, 1968, p. 113-122.

BETTMAN, J. R.; WEITZ, B. A. Attributions in the board room: causal reasoning in corporate annual reports. **Administrative Science Quarterly**, v. 28, p. 165-83, 1983.

BOVESPA. Dados de companhias abertas. Disponível em:
<<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 15 ago. 2007.

BOWMAN, E. H. Content analysis of annual reports for corporate strategy and risk. **Interfaces**, v. 14, jan./feb. 1984, p. 61-71.

BRASIL. Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro DE 2005. Dispõe sobre a recuperação judicial. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, 10 fev. de 2005. Disponível em: <www.in.gov.br>. Acesso em: 02 nov. 2007.

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

BRYAN, Stephen H. Incremental information content of required disclosures in management discussion and analysis, **The Accounting Review**, v. 72, n. 2, 1997.

BUSHMAN, R. M.; PIOTROSKI, J. D. Financial reporting incentives for conservative accounting: the influence of legal and political institutions. **Journal of Accounting and Economics**, jan. 2005. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/>>. Acesso em: 15 mar. 2008.

CLAPHAM, S. E.; SCHWENK, C. R. Self-serving attributions, managerial cognition and company performance. **Strategic Management Journal**, v. 12, p. 219-29, 1991.

COELHO, Fabio Ulhoa. **Manual de direito comercial**. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 2006.

COSTA, Fabio Moraes da. **Ajustes aos US-GAAP**: estudo empírico sobre sua relevância para empresas brasileiras com ADRs negociadas na bolsa de Nova Iorque. 2005. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA/USP), São Paulo, 2005.

COX, David Roxbee. Regression models and life-tables. **Journal of The Royal Statistic Society**, n. 34, p. 187-220, 1972.

CVM. Relatórios da administração. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 01 set. 2007.

D'AVENI, R. A.; MACMILLAN, I. C. Crisis and the content of managerial communications: a study of the focus of attention of top managers in surviving and failing firms. **Administrative Science Quarterly**, v. 35, p. 634-57, 1990.

DIAS FILHO, José Maria; MACHADO, Luiz Henrique B. Abordagens da pesquisa em contabilidade. In: IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, A. B. **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

DYE, Ronald A. An Evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature accounting. **Journal of Accounting and Economics**, n. 32, p. 181-235, 2001.

FAMA, F. E.; JENSEN, M. C. Agency problems and residual claims. **Journal of Law and Economics**, v. 26, 1983.

FRAZIER, Katherine B.; INGRAN, Robert W.; TENNISON, Mark B. A Methodology for the analysis of narrative accounting disclosures. **Journal of Accounting Research**, v. 22, n. 1, 1984.

HAIR, J. F. et al. **Análise multivariada de dados**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael. **Teoria da contabilidade**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

HILDEBRANDT, H. H.; SNYDER, R. The Pollyanna hypothesis in business writing: initial results, suggestions for research. **The Journal of Business Communication**, 18, 1981.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, n. 3, 1976.

LA PORTA, Rafael et al. Legal Determinants of External Finance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 3, p. 1131-1150, 1997.

_____. Law and finance. **The Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LENNOX, Clive. Identifying failing companies: a re-evaluation of the logit, probit, and DA approaches. **Journal of Economics and Business**, 51, p. 347-364, 1999.

LOPES, A. B. **Uma Contribuição ao estudo da relevância da informação contábil para o mercado de capitais**: o modelo de Ohlson aplicado à BOVESPA. 2001. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Departamento de Contabilidade e Atuaria, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo (FEA/USP), São Paulo, 2001.

_____. **A Informação contábil e o mercado de capitais**. São Paulo: Thompson, 2002.

_____. Empirical evidence on the relation between revaluations of fixed asset and future firm performance in Brazil. In: GREGORIUS, G.; GRABER, M. (Org.).

International accounting: standards, regulations and financial reporting. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

MATIAS, Alberto Borges; SIQUEIRA, José de Oliveira. Risco bancário: modelo de previsão de insolvência de bancos no Brasil. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 31, n. 2, p. 19-28, abr./jun. 1996.

McCONNELL, D.; HASLEM, J. A.; GIBSON, V. R. The President's letter to stockholders: a new look. **Financial Analysts Journal**, p. 66-70, sep./oct. 1986.

MINUSSI, João Alberto. **Modelo preditivo de solvência utilizando regressão logística.** 2001. Dissertação (Mestrado em Administração) - Departamento de Administração de Empresas, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC/RJ), Rio de Janeiro, 2001.

MORRIS, Richard D. Signaling, agency theory and accounting choice. **Accounting and Business Research**, v. 18, n. 69, p. 47-56, 1987.

NASCIMENTO, Marília. **Análise do conteúdo informacional do resultado contábil em US-GAAP:** um estudo de evento em companhias abertas que negociam ADR's na bolsa de Nova Iorque. 2006. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2006.

ROCHA, Fabiana. Previsão de falência bancária: um modelo de risco proporcional. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, v. 29, n. 1, p. 137-152, abr. 1999.

SALANCIK, G. R.; MEINDL, J. R. Corporate attributions as strategic illusions of management control. **Administrative Science Quarterly**, v. 29, p. 238-54, 1984.

SALOTI, Bruno M.; YAMAMOTO, Maria M. Ensaio sobre a teoria de divulgação. **Brazilian Business Review**, v. 2, n. 1, p. 53-70, 2005.

SILVA, César A. T.; RODRIGUES, Fernanda f.; ABREU, Robson L. Análise dos relatórios da administração das companhias abertas brasileiras: um estudo do exercício social de 2002, **RAC – Revista de Administração Contemporânea**, v. 11, n. 2, p. 71-92, 2007.

SKINNER, Douglas J. Why firms voluntarily disclosure bad news. **Journal of Accounting Research**, v. 32, n. 1, 1994.

SMITH, Malcolm; TAFFLER, Richard J. The Chairman's statement. **Accounting Auditing & Accountability Journal**, v. 13, n. 5, 2000.

SRF. Secretaria da Receita Federal. **Consulta a situação cadastral do CNPJ**. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br>>. Acesso em: 02 set. 2007.

SWALES, G. S. Another look at the president's letter to stockholders. **Financial Analysts Journal**, p. 71-73, mar./apr. 1988.

VERRECHIA, Robert E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, n. 32, p. 97-180, 2001.

WATTS, Ross L.; ZIMMERMAM, Jerold L. Positive accounting theory: a ten year perspective. **The Accounting Review**, v. 65, n. 1, 1990.

YOON, Y.; SWALES, G. Predicting stock price performance: a neural network approach. **Proceedings of the IEEE 24th Annual International Conference of Systems Sciences**, p. 156-62, jan. 1991.

8 APÊNDICE I: Dicionário dos sinônimos utilizados para cada variável do primeiro modelo

Variável	Palavras que somam no resultado	Palavras que diminuem no resultado
PROF	Lucro, Lucrável, Lucrativa, Rentável, Superávit, Receita, Rentabilidade, Margem Positiva	Perda, Prejuízo, Redução do Lucro, Déficit, Margem Negativa, Performance Negativa, Margem Inferior
ECON	Economia (melhora)	
CLOSE	Redução das atividades, Fechamento, redução de vendas, Retração, ROB Inferior, Queda no Faturamento, Alienou	
NOMDIV	Sem dividendos, Dividendo nominal, Dividendo reduzido	Dividendo aumentado
LEND	Débitos, Dívidas, Empréstimos, Endividamento, Custos Financeiros, Debêntures, Financiamentos	
BS	Apoio do Banco, Concessão de Empréstimos, Apoio da Instituição Financeira	
REC	Recessão	

9 APÊNDICE II: Mapa base de dados que geraram os resultados do primeiro modelo

$$Z = 1,2 + 364,6 (\text{PROF}) + 1005,0 (\text{ECON}) - 557,8 (\text{CLOSE}) - 6,4 (\text{NOMDIV}) - 1005,0 (\text{LEND}) - 2,8 (\text{BS}) - 718,9 (\text{REC})$$

onde:

PROF	LUCRO - PERDA (PREJUIZO)
ECON	ECONOMIA
CLOSE	FECHAMENTO + ALIENACAO + VENDAS
NOMDIV	SEM DIVIDENDOS + DIVIDENDOS NOMINAL
LEND	DEBITOS + DIVIDAS + EMPRESTIMOS
BS	BANCOS
REC	RECESSAO

Empresa	z score	prof	econ	close	nomdiv	lend	bs	rec	n palavras
CASA ANGLO	1,900942	5		1					1805
RENNER	2,41601	9					1	1	2105
TRANSBRASIL	-1,08029					1		1	756
TAM	1,242574	0	1					1	6720
BCO CREFISUL	1,02259	1		1					1089
BCO MERCANTIL	1,644815	3							2459
CIA ITAUNENSE	-3,36838	-1		2		1			544
CONF GUARARAPES	2,01583	3		1					657
CIA LORENZ	-1,41892	1		1		5		1	2267
JOSAPAR	0,344786			1			2	2	2340
KALIL SEHBE	-7,56348					1	1		115
COTEMINAS	0,869719	3				2			2774
BRASPEROLA	-4,15773	-2				5			1074
COTEMINAS	1,853991	2							1115
VASP	1,100897	-1							3679
TAM	1,320132	3							9105
IMPERIO LISAMAR	-4,43537	-1		2		1			441
CONSERVAS ODERICH	2,820444	2							450
CIA PAULISTA	-2,11498	-1				1	1		414
FOSFERTIL	1,517319	1							1149
ELEBRA	-0,94471	-1							170
SPRINGER	1,775079	1							634
SHARP	-1,54778	0		3					609
GRADIENTE	2,111978	0	1						1102
CNV	-0,29426	-1							244
STAROUP	0,777586	1		1			1		464
COEST	-1,84809			1					183
AZEVEDO E TRAVASSOS	0,128944	-1		2					1382
FECHADURAS BRASIL	-1,31914	-2		1			1		512
GUERDAU	0,866715	3				2			2749

10 APÊNDICE III: Mapa base de dados que geraram os resultados do segundo modelo

$$Z = 0,41 + 10,4(\text{BOAS NOTICIAS}) - 17,0(\text{MAS NOTICIAS}) - 14,5(\text{REDUCAO/RECESSAO})$$

Empresa	Z Score	boas	mas	reducao/recessao	n paragrafos
CASA ANGLO	0,81	1			26
RENNER	1,276666667	1			12
TRANSBRASIL	-3,215			1	4
TAM	0,26	1		2	124
BCO CREFISUL	-0,194166667			1	24
BCO MERCANTIL	0,107916667			1	48
CIA ITAUNENSE	-4,84		1	1	6
CONF GUARARAPES	1,565555556	1			9
CIA LORENZ	-0,700526316	1	1	1	19
JOSAPAR	0,41				16
KALIL SEHBE	-6,19	1	1		1
COTEMINAS	0,993018868	6	1	1	53
BRASPEROLA	-0,532857143	2	2		14
COTEMINAS	2,324814815	8	1	1	27
VASP	-0,762222222	1	1	1	18
TAM	0,980689655	8	1		116
IMPERIO LISAMAR	-8,947142857		3	1	7
CONSERVAS ODERICH	7,343333333	4			6
CIA PAULISTA	-3,27	3	4		10
FOSFERTIL	2,787142857	8			35
ELEBRA	-6,39		2		5
SPRINGER	1,91	5	2		12
SHARP	-3,880909091	2	4		11
GRADIENTE	3,876666667	5			15
CNV	-2,99		1		5
STAROUP	1,21	1			13
COEST	-1,661428571			1	7
AZEVEDO E TRAVASSOS	0,385	3	1	1	12
FECHADURAS BRASIL	-7,145555556		4		9
GUERDAU	2,93972973	9			37