

# RELEVÂNCIA E CONTEÚDO INFORMACIONAL DA DEMONSTRAÇÃO DO VALOR ADICIONADO: EVIDÊNCIAS PARA O BRASIL

Mauricio Crippa

Especialista em Finanças, Auditoria e Controladoria – FGV  
Mestrando no Programa de Pós-graduação em Administração e Controladoria  
Universidade Federal do Ceará  
Av. da Abolição, n. 2324, apto. 1005, Meireles, Fortaleza – CE, 60.165-080  
E-mail: mauricio\_crippa@hotmail.com  
(85) 9635.3837

Antonio Carlos Dias Coelho

Pós-Doutor em Ciências Contábeis – FEA/USP  
Prof. Associado do Programa de Pós-graduação em Administração e Contabilidade  
Universidade Federal do Ceará  
Av. da Universidade, n. 2486, Benfica, Fortaleza – CE, 60.020-180  
E-mail: accoelho@secrel.com.br  
(85) 3248.2085

## RESUMO

O objetivo do artigo é investigar o impacto marginal do Valor Adicionado Total a Distribuir (VAD) no retorno das ações em firmas brasileiras; também examina se o atendimento a princípios de sustentabilidade está associado aos retornos das sociedades de capital aberto brasileiras. Para tanto, duas hipóteses de pesquisa foram propostas, considerando a associação positiva entre o valor total gerado pela firma e o retorno de suas ações, e a não associação significativa entre o retorno das ações e a adoção de práticas sustentáveis pela empresa, as quais não puderam ser rejeitadas. A amostra consta das empresas abertas listadas nas BM&FBOVESPA, nos anos de 2007 a 2010, resultando numa amostra de 264 firmas. Para a análise dos dados e verificação das hipóteses de pesquisa foram aplicadas técnicas de estatística descritiva, além de modelo de regressão linear múltipla com dados em painel. Observou-se que, no período analisado, o Valor Adicionado mostra efeitos marginais sobre o retorno das firmas e que não há diferenças estatisticamente significantes para estes efeitos entre empresas participantes do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e demais empresas consideradas.

**Palavras Chaves:** Valor Adicionado; DVA; Retorno de Ações; *Value-relevance*; Sustentabilidade.

**Área Temática:** Contabilidade para Usuários Externos.

## 1. INTRODUÇÃO

O Valor Econômico Adicionado (EVA – *Economic Value Added*) é apontado por Stern, Stewart III e Chew Jr. (1995) como uma medida capaz de integrar diversas dimensões econômico-financeiras relevantes para a tomada de decisão, desde orçamento de capital e precificação de ativos até definição de metas organizacionais, comunicação com investidores e sistema de remuneração de executivos. Assim, os estudos de Biddle, Bowen e Wallace (1997) e Bao e Bao (2008), entre outros, buscaram associar o EVA ao valor da firma e ao retorno das ações, obtendo resultados distintos, de acordo com o método de análise utilizado, a amostra e o mercado observado.

Embora definido como um provedor de informações para a avaliação do desempenho empresarial, a contabilidade brasileira ainda não incorporou todo o conteúdo informacional do modelo do EVA em suas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP's). Entretanto, a Lei n. 11.638/07 introduziu medida similar, o Valor Adicionado Total a Distribuir, doravante VAD, o qual é apresentado na Demonstração do Valor Adicionado (DVA).

O modelo de valor adicionado definido pelo CPC 09 (CPC, 2008) difere em seu conteúdo informacional daquilo que pretende o modelo do EVA. Enquanto este procura apresentar o lucro residual ao acionista, após o pagamento dos custos de capital próprio e dos ajustes de discricionariedades, o VAD representa o valor gerado pela organização a ser distribuído entre os diferentes *stakeholders da firma*, incluindo funcionários, governo, terceiros (financiadores) e acionistas. Entretanto, ainda que sob conceitos e perspectivas distintas, tanto o EVA quanto o VAD apresentam ao investidor a informação sobre a parte do valor que lhe será destinada, dentre o valor total gerado pela organização.

A informação disponibilizada pelo VAD representa o total de riqueza gerado pela empresa, o que converge para a afirmação de Modigliani e Miller (1963) de que o valor da firma é dado pela sua capacidade de geração de riqueza e não pelo retorno líquido ao acionista, uma vez que estes percebem os riscos relacionados com os custos transacionais e de falência e ajustam sua expectativa em torno da classe do risco de alavancagem da firma.

No Brasil, esta associação entre o valor adicionado e o retorno das ações foi pesquisada por Silveira, Okimura e Souza (2004), Vellani, Albuquerque e Chaves (2009) e Medeiros (2009), utilizando-se do EVA. Com relação ao VAD cabe citar as pesquisas que buscam associar a rentabilidade das ações à publicação da DVA (HONDA, 2008) e à distribuição da riqueza gerada entre os *stakeholders* (BORGES JR.; FREIRE; FERNANDES, 2010). Ambos os trabalhos, por serem anteriores à obrigatoriedade da divulgação da DVA, possuem amostra restrita, variando entre 33 e 55 empresas analisadas. Menciona-se também o recente estudo de Machado, Macedo e Machado (2011), o qual associou o VAD ao preço das ações.

Além disso, a DVA permite aos usuários da informação identificar como este valor adicionado também é direcionado a outras partes interessadas, como funcionários, financiadores e governo. Este caráter abrangente do VAD está alinhado com a teoria esclarecida dos *stakeholders* para maximização do valor da firma (JENSEN, 2010).

No entanto, estudos empíricos de Cavalcante, Bruni e Mota (2007), Rezende *et al.* (2007), Zago e Paula (2007), Dias e Barros (2008), Bogéa, Campos e Camino (2008), Luz, Silva e Coelho (2008), Crisóstomo, Freire e Vasconcellos (2009) e Vellani, Albuquerque e Chaves (2009) não conseguiram associar a teoria dos *stakeholders* a uma maior valoração da firma, ao testar se as ações das empresas pertencentes aos índices de sustentabilidade, como o ISE (Índice de Sustentabilidade Empresarial), no Brasil, e o DJSI (*Dow Jones Sustainability Index*), nos Estados Unidos, possuíam retorno superior às demais ações amostradas.

Nesse sentido, o VAD adiciona uma informação contábil antes não disponível e que permite analisar como se comportam as empresas que se utilizam da responsabilidade social e

da sustentabilidade em seus discursos legitimadores, tais como aquelas que participam do ISE, com relação à distribuição do valor adicionado.

Esta pesquisa objetiva investigar o impacto marginal do VAD no retorno das ações em firmas brasileiras; também examina se o atendimento a princípios de sustentabilidade está associado aos retornos das sociedades de capital aberto brasileiras. As hipóteses acerca da associação do valor gerado pela firma e da adoção de práticas sustentáveis com o retorno das ações estão fundamentadas na teoria da irrelevância da estrutura de capital, de Miller e Modigliani (1961), na teoria dos *stakeholders* (FREEMAN; 1983; DONALDSON; PRESTON; 1995) e na premissa de que as empresas sustentáveis, definidas por aquelas que participam do ISE, distribuem mais igualmente seu valor adicionado, reduzindo assim a participação do acionista no VAD.

Além destes, estudos empíricos relacionados ao *value-relevance* do EVA, como os mencionados acima, além de outros, como Crisóstomo, Freire e Vasconcellos (2009) e Vellani, Albuquerque e Chaves (2009), os quais investigam a influência da participação em um índice de sustentabilidade com o retorno das ações, contribuem para o desenvolvimento das hipóteses, as quais são exploradas juntamente à revisão teórica.

Foi analisado o VAD e medidas associadas das empresas listadas na BM&FBOVESPA no período de 2007 a 2010, avaliando seu impacto marginal no retorno das ações. Utilizou-se análise de regressão para identificar a associação entre tais retornos e valores adicionados totais a serem distribuídos.

O artigo está estruturado em mais quatro seções. A segunda seção apresenta a revisão teórica e o desenvolvimento das hipóteses; a terceira descreve a metodologia aplicada na pesquisa e a amostra a ser estudada; a quarta seção apresenta a análise dos resultados; e por fim, conclusões sobre os achados do estudo são discutidos.

## **2. REVISÃO TEÓRICA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES**

### **2.1. Valor Adicionado e Valor da Firma**

O estudo da relação da informação contábil com o mercado de capitais teve início na década de 1960, com os trabalhos de Fama (1965), Ball e Brown (1968) e Beaver (1968). Em especial nestes dois últimos, os autores comprovam haver impacto do anúncio anual dos lucros no preço das ações, ainda que os lucros anormais sejam antecipados durante o ano.

...os números fornecidos pela contabilidade, sobre a performance econômica e financeira das empresas, demonstram-se como variáveis significativas para os modelos de avaliação e previsão, tanto dos preços e retornos das ações quanto da avaliação do valor da empresa. (ALENCAR; DALMACIO, 2006, p. 4)

Os modelos de Ohlson (1995) e Feltham e Ohlson (1995) têm destaque ao buscar avaliar a o valor de mercado da firma a partir de informações contábeis como lucros correntes e futuros, patrimônio líquido, e dividendos (OHLSON, 1995) e dividendos, *lucros abrangentes*, patrimônio líquido e lucros anormais (FELTHAM; OHLSON, 1995).

Para autores como Bernard (1995, p. 733) “os estudos de Ohlson (1995) e Feltham e Ohlson (1995) estão entre os mais importantes desenvolvimentos no mercado de capitais”, enquanto para Lundholm (1995, p. 749) “os artigos são um marco nos trabalhos de contabilidade financeira”.

Ainda com relação ao valor da firma, cabe destacar os trabalhos de Miller e Modigliani (1961), onde estes autores apontam para a irrelevância da estrutura de capital, na hipótese de ausência de impostos e de custos de transação. Para Miller e Modigliani (1961), o valor da firma é dado por dois fatores, o valor presente fluxos de caixa futuros, descontados ao custo de oportunidade e os investimentos em capital necessários para a execução dos projetos corporativos.

Além do fluxo de caixa, outros autores têm buscado associação entre métricas contábeis e o valor da empresa. Dentre estes indicadores, pode-se destacar o valor adicionado (VA), o qual, segundo De Luca *et al.* (2009, p. 27), “é toda a riqueza que a empresa conseguiu gerar”.

Nesse sentido, o valor adicionado tem sido objeto de frequente investigação desde que Stewart (1991) identificou forte correlação entre o valor econômico adicionado (EVA – *Economic Added Value*) e o valor de mercado da firma (MVA – *Market Added Value*).

De acordo com Biddle, Bowen e Wallace (1999), o EVA é um modelo modificado, proposto por Stern Stewart & Company, para cálculo do lucro residual, o qual se configura como o lucro obtido após a dedução do custo do capital dos acionistas. O modelo de Stewart, por sua vez, parte do fluxo de caixa operacional, retornando os ajustes de provisões e os juros e deduzindo um custo estimado para o capital próprio e, por fim, ajustando possíveis discricionariedades nas apropriações. Segundo Stewart (*apud* BIDDLE; BOWEN; WALLACE, 1999, p. 71) “os ajustes realizados no EVA produzem uma melhor medida do lucro residual, permitindo maior comparabilidade e reduzindo distorções derivadas de incentivos gerenciais”.

Nos EUA, Biddle, Bowen e Wallace (1997) testaram a associação do EVA com o retorno das ações, comparativamente ao lucro, e identificaram que este possui maior correlação com o retorno das ações. Bao e Bao (2008), ao fazer esta comparação entre o poder explanatório dos lucros, lucros residuais e EVA para o retorno das ações, constataram resultados consistentes em relação ao EVA, diferentemente dos outros dois indicadores, ao que, eles supõem, deva-se aos ajustes das apropriações realizados no EVA, reduzindo assim possíveis discricionariedades.

Além destes, outros estudos, em diversos países, conseguiram associar o EVA com a rentabilidade das ações e o valor de mercado, onde se destacam Van Staden (1998), num estudo sobre o mercado Sul-Africano, Iñiguez e Poveda (2000), na Espanha, Peixoto (2002), em Portugal, Kordlar, Mashayekhi e Ziviyar (2006), no Irã, Ghanbari e More (2007), na Índia, e Kyrizis e Anastassis (2007), na Grécia.

Apesar de evidenciar a associação entre o EVA e o retorno das ações, dentre os estudos mencionados anteriormente, apenas os de Bao e Bao (1998) e Iñiguez e Poveda (2000), constataram a superioridade explanatória do EVA para o valor da firma frente a outros indicadores de desempenho, como lucro contábil, lucro residual e fluxo de caixa.

A divergência de resultados dos estudos em relação ao poder explanatório do EVA pode ter sido causada pelo modelo de cálculo do indicador. Segundo Ehrbar (1999 *apud* CRUZ; COLAUTO; LAMOUNIER, 2007) existem quatro tipos de EVA (básico; divulgado; sob medida; e verdadeiro), os quais são definidos pela qualidade dos ajustes realizados, sendo que o tipo básico não se utiliza de ajustes, de forma que seu resultado acaba tendo alta correlação com o lucro contábil. Ainda, segundo Worthington e West (1991), o EVA pode ter aproximadamente 160 ajustes potenciais nas contas de resultado e patrimônio, o que tenderia a diferenciá-lo do lucro contábil divulgado.

Historicamente o valor adicionado é um conceito macroeconômico utilizado para mensuração da riqueza, definida por toda a produção de bens e serviços de consumo final de uma nação, em determinado período de tempo, e cuja agregação define a Renda Nacional ou Produto Nacional (COELHO; CORRAR, 2005; DE LUCA *et al.*, 2009).

Na DVA, o valor adicionado é apresentado como o “Valor Adicionado Total a Distribuir” (CPC, 2008, p. 16), o qual se constitui, segundo De Luca *et al.* (2009, p. 31) pela “soma do valor adicionado pela atividade produtiva e dos ganhos obtidos pelas aplicações de recursos que geraram riqueza em outra empresa ou atividade” e, de acordo com Santos (2003 *apud* COELHO; CORRAR, 2005, p. 30), “representa o incremento de valor que se atribui a um bem durante o processo produtivo”.

O valor adicionado é evidenciado na Demonstração do Valor Adicionado (DVA), cuja apresentação pelas sociedades por ação se tornou obrigatória com a Lei n. 11.638, de 28 de dezembro de 2007 (BRASIL, 2007). Cabe destacar que o legislador inovou ao definir a obrigatoriedade da DVA, uma vez que apenas a França, através do Balanço Social, exigia a apresentação desta demonstração (DE LUCA *et al.*, 2009).

De acordo com o CPC 09 (CPC, 2008), o valor adicionado é definido como Valor Adicionado Total a Distribuir (VAD) e é expresso pela equação abaixo:

$$\text{VAD} = \text{Receitas (-) Insumos Adquiridos de Terceiros (-) Depreciação, Amortização e Exaustão} + \text{Valor Adicionado Recebido em Transferência}$$

Ainda conforme o CPC 09, as Receitas incluem produtos, serviços e vendas de ativo, líquidos da PDD (Provisão para Perdas com Devedores Duvidosos) e outras receitas; Insumos Adquiridos de Terceiros referem-se aos materiais e serviços adquiridos, inclusive energia, incluindo os impostos sobre eles, as perdas nos valores de ativos e outras despesas; e, finalmente, Valor Adicionado Recebido em Transferência inclui resultados de equivalência patrimonial, receitas financeiras e outros não operacionais.

Observa-se, porém que, apesar de tanto o VAD quanto o EVA objetivarem a evidencição da riqueza criada pela organização, o VAD está interessado em toda a riqueza gerada, já que o EVA enfoca apenas a parcela do lucro residual, depois de remunerado o acionista. Desta forma, o equivalente contábil mais próximo ao EVA, seria a conta Lucros Retidos / Prejuízo do Exercício, a qual representaria, de acordo com a DVA (CPC, 2008, p. 17), a “Remuneração de Capitais Próprios” (RCP), líquida da remuneração do acionista, definida assim pelos Juros sobre Capital Próprio (JCP) e Dividendos.

Note-se que, uma vez que o cálculo do JCP é definido de forma arbitrária pela legislação fiscal, com base na Taxa de Juros de Longo Prazo brasileira (TJLP), este modelo “não leva em consideração o risco inserido no negócio, a taxa de oportunidade do capital próprio e a correção do Patrimônio Líquido” (ROLIM; BORGES; RIBEIRO, 2005, p. 2229). Desta forma, o JCP tende a ser inferior ao custo de capital utilizado nos modelos de EVA, o qual, segundo Cruz, Colauto e Lamounier (2007), é usualmente calculado pelas abordagens de APM (Arbitrage Pricing Model) ou de CAPM (Capital Asset Pricing Model).

Com relação à pesquisa sobre *value-relevance* do valor adicionado, Silveira, Okimura e Souza (2004) e Vellani, Albuquerque e Chaves (2009) testaram a hipótese de que o EVA afeta o valor de mercado da firma, enquanto que Medeiros (2009) testou a relação do EVA com o retorno das ações. Além de obterem resultados positivos para as amostras analisadas, estes estudos identificaram que o EVA oferece melhor relação com o valor da firma e com o retorno das ações do que outros indicadores, como o valor contábil (VELLANI; ALBUQUERQUE; CHAVES, 2009) e que o lucro líquido e o fluxo de caixa (SILVEIRA; OKIMURA; SOUZA, 2004). Medeiros (2009), por sua vez, evidencia que a relação entre o retorno das ações e o EVA apresenta melhores resultados quando este é defasado em um ano.

Ainda não foram publicados estudos sobre *value-relevance* do VAD na literatura nacional, dado a obrigatoriedade ainda recente da disponibilização desta informação pelas empresas brasileiras. Cabe, entretanto, mencionar os trabalhos de Honda (2008) e Borges Jr., Freire e Fernandes (2010), que se utilizaram de DVA publicada voluntariamente por algumas empresas, resultando, desta forma numa amostra restrita.

A pesquisa de Honda (2008) analisou 33 empresas, no período de 1996 a 2006, e buscou associar a publicação da DVA com a rentabilidade das ações, sem que “o resultado encontrado aponta para uma desvinculação da valorização das ações das empresas avaliadas com a publicação da Demonstração do Valor Adicionado” (HONDA, 2008, p. 8). Por sua vez, Borges Jr., Freire e Fernandes (2010), analisaram a relação entre os percentuais da riqueza

gerada distribuídos entre cada *stakeholder* (funcionários, governo, terceiros e acionistas), analisando até 55 empresas, no período de 2006 a 2008. Os resultados obtidos não permitiram aceitar nenhuma das hipóteses da pesquisa.

Por sua vez, Machado, Macedo e Machado (2011), estudando a relação entre a riqueza gerada por ação (VAD/número de ações emitidas) e o retorno das ações, verificaram uma associação significativa acerca do *value-relevance* do VAD. De acordo com os seus achados, o VAD é uma *proxy* ainda melhor para o retorno das ações do que o lucro líquido. Em sua pesquisa, eles consideraram todas as empresas de capital aberto listadas na revista Exame Maiores e Melhores, entre os anos de 2005 e 2009.

Assim, a partir da definição do VAD como a riqueza gerada pela firma no período, permite-se associar esta medida contábil ao modelo de Miller e Modigliani (1961), o qual sugere que o valor da firma depende da riqueza gerada e não de como esta é distribuída entre acionistas e financiadores. Pode-se assim propor a hipótese de relação positiva entre o VAD e o valor da firma, refletida no retorno de suas ações, conforme apresentado em  $H_1$ :

- $H_1$ : o retorno das ações das sociedades por ação de capital aberto no Brasil está positivamente associado ao valor total adicionado pela firma à economia;

Como corolário dessa afirmação, será testado se o retorno acima especificado estará mais bem explicado pela geração total de riqueza, expressa pela medida do valor adicionado, do que pela parcela do valor adicionado destinada aos acionistas.

## **2.2. Stakeholders, Sustentabilidade e Valor da Firma**

A aprovação da DVA representou também um avanço na matéria social, permitindo às partes interessadas identificar não apenas o valor gerado pela empresa, mas também como este é distribuído em entre diferentes *stakeholders* (CARVALHO; SIQUEIRA, 2009).

Para De Luca *et al.* (2009), as empresas têm se convencido da necessidade de demonstrar seu desempenho social tanto quanto demonstram seu desempenho econômico-financeiro, fornecendo informações a todos os grupos usuários e relacionados à empresa, suas atividades e seus impactos.

Este conceito da importância de se considerar os interesses (*stakes*) de outras partes relacionadas, além dos interesses do acionista, defendido por Freeman (1983) e conceitualmente definido por Donaldson e Preston (1995), os quais propõem os aspectos gerais da teoria dos *stakeholders*.

Em Finanças, a teoria dos *stakeholders* tem destaque com os estudos de Jensen (2010), o qual propõe uma “teoria esclarecida dos *stakeholders*” (*Enlightened Stakeholder Theory*), a qual mantém as premissas utilitaristas da maximização do valor para o acionista e de que a responsabilidade social da empresa é o lucro (FRIEDMAN, 1970), porém completa que, para assegurar a criação de valor no longo prazo, as demais partes interessadas devem ser observadas.

Essa nova teoria dos *stakeholders*, conforme proposta por Freeman (1983) e Jensen (2010), surge então como base para Sustentabilidade Empresarial, tanto da ótica da proteção dos interesses da sociedade em geral, através das práticas das responsabilidades social e ambiental, quanto dos interesses dos acionistas, advinda de uma governança corporativa que reduza as assimetrias informacionais e assegure seus interesses frente a possíveis conflitos de agência (CORAL; ROSSETTO; SELIG, 2003; COELHO; CORRAR, 2005).

Seria de se esperar, portanto, que as empresas que se alegam sustentáveis, possuam desempenhos financeiro e de mercado superiores aos de suas concorrentes. Esta premissa é suportada por Coral, Rossetto e Selic (2003, p. 3), os quais afirmam que um dos tripés da

Sustentabilidade Empresarial é a sustentabilidade econômica, a qual se reflete em sua “capacidade de manter seu desempenho acima da média no longo prazo”.

Por outro lado, de acordo com o estudo de Berman *et al.* (1999), ao buscar uma associação entre a orientação da firma aos *stakeholders* e o desempenho financeiro, não há significância estatística entre a rentabilidade dos ativos e os fatores socioambientais analisados.

Ainda assim, segundo Kreitlon (2004), esse cunho socioeconômico assume papel de destaque nas discussões da sociedade e das empresas em geral, acabou sendo absorvido também pelo mercado, através da criação de índices específicos de desempenho das empresas que se declaram praticantes de um modelo econômico sustentável. Para Souza e Almeida (2006), a teoria dos *stakeholders* e o conceito de Sustentabilidade Corporativa, devido ao seu apelo ao público em geral, tem levado diversas bolsas de valores a acompanhar isoladamente o desempenho das empresas ditas “sustentáveis”.

No Brasil, a BM&FBOVESPA criou o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) em 2005. Este índice foi criado de maneira similar aos índices *Dow Jones Sustainability Index* (DJSI), ao FTSE4GOODSeries e ao Johannesburg Stock Exchange SRI Index e tem por objetivo propiciar um ambiente de investimento comparável às demandas de desenvolvimento sustentável da sociedade contemporânea. Outro objetivo definido é estimular a Responsabilidade Social Corporativa (RSC) a considerar aspectos de governança corporativa e sustentabilidade empresarial (BM&FBOVESPA, 2011).

O estudo de Nunes *et al.* (2010) buscou analisar as variáveis que influenciam a adesão das empresas ao ISE. Para tanto foram propostas as variáveis estruturais tamanho da empresa, setor de atividade, concentração acionária, localização do controle acionário, emissão de ADR e origem da propriedade.

Dentre as variáveis analisadas, concluiu-se que apenas o tamanho da empresa e o setor de atividade são estatisticamente significantes na influência à adesão das empresas ao ISE. A pesquisa, entretanto, omite em sua análise aspectos tanto qualitativos, tais como a adoção de práticas, certificações e premiações relacionadas à sustentabilidade, quanto quantitativos, como investimentos em meio ambiental, desenvolvimento social, educação corporativa, dentre os fatores que influenciariam a participação da empresa no respectivo índice.

Atualmente o ISE conta com quarenta empresas, as quais devem estar entre as 150 firmas mais líquidas que negociam suas ações na BM&FBOVESPA. Estas empresas recebem um questionário com uma extensa lista de questões que aborda desde ordem geral, natureza do produto ofertado, governança corporativa, aspectos econômico-financeiros, assim como aspectos ambientais e sociais.

Diversos trabalhos acadêmicos têm procurado relacionar o desempenho financeiro e de mercado das empresas pertencentes ao ISE e, por consequência, adotantes de práticas de RSC. Dentre estes se destacam Cavalcante, Bruni e Mota (2007), Rezende *et al.* (2007), Dias e Barros (2008), Bogéa, Campos e Camino (2008), Luz, Silva e Coelho (2008), Crisóstomo, Freire e Vasconcellos (2009) e Vellani, Albuquerque e Chaves (2009).

Nesse aspecto, nenhuma das pesquisas mencionadas identificou a existência de correlação positiva entre a adoção de práticas socialmente responsáveis, evidenciadas pela participação no indicador ISE, com o seu desempenho financeiro e de mercado, sendo que o trabalho de Crisóstomo, Freire e Vasconcellos (2009, p.7) apresentou “uma tendência de efeito negativo da RSC sobre o valor da empresa”. Ratificando estes resultados, as pesquisas de Zago e Paula (2007) e Luz, Silva e Coelho (2008), que estudaram o desempenho das empresas participantes do Índice de Dow Jones de Sustentabilidade (DJSI) também falharam ao tentar relacionar positivamente o desempenho de mercado das empresas listadas na bolsa americana com a prática da RSC.

Os resultados encontrados por Berman *et al.* (1999) e ratificados pelos estudos posteriores sobre o desempenho das empresas que compõem os índices ISE e DJSI, indicam não haver relação entre desempenho financeiro e de mercado e a adoção de práticas sustentáveis. Com base nestas evidências, propõe-se a segunda hipótese da pesquisa, de que:

- H<sub>2</sub>: a adesão a práticas de sustentabilidade empresarial não influencia o comportamento do retorno das ações das sociedades de capital aberto no Brasil.

Esta hipótese será testada também com a utilização da medida de valor adicionado, destacando-se a remuneração do acionista como parcela do valor adicional total gerado pela empresa.

### 3. METODOLOGIA

Esta pesquisa objetiva investigar o impacto marginal do VAD no retorno das ações em firmas brasileiras, bem como a influência da remuneração do capital próprio no retorno citado; também examina se o atendimento a princípios de sustentabilidade está associado aos retornos das sociedades por ação de capital aberto brasileiras.

A fim de verificar as hipóteses da pesquisa, foi aplicado modelo de regressão linear, conforme apresentado no modelo 1. A regressão busca avaliar a associação do retorno das ações (RA) com o Valor Adicionado Total a ser Distribuído (VAD), com a Remuneração do Capital Próprio (RCP) e com a prática da Sustentabilidade Empresarial, aqui definida como a participação da empresa no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBOVESPA.

$$RA_{ij} = \beta_0 + \beta_1 * VAT_{ij} + \beta_2 * VAA_{ij} + \beta_3 * ISE_{ij} + \beta_4 * ISE_{ij} * VAT_{ij} + \beta_5 * ISE_{ij} * VAA_{ij} + \beta_6 * TAM_{ij} + \beta_7 * END_{ij} + \varepsilon \quad (1)$$

Onde,

$RA_{ij}$ , é o retorno da ação *i* no período *j*, dado por  $Ln(PA_{ij} / PA_{ij-1})$ ;

$VAT_{ij}$ , é a relação do valor adicionado pelos ativos da firma, dado por  $VAT_{ij} = VAD_{ij} / AT_{ij}$ ;

$VAA_{ij}$ , é a participação do acionista no valor adicionado total a distribuir, onde  $VAA_{ij} = RCP_{ij} / VAD_{ij}$ ;

$ISE_{ij}$ , identifica a participação da firma no ISE (variável binária: 1 se a empresa participa do ISE, 0, caso contrário);

$ISE_{ij} * VAT_{ij}$ , verifica a associação do  $VAT_{ij}$  apenas para as empresas pertencentes ao ISE;

$ISE_{ij} * VAA_{ij}$ , verifica a associação do  $VAA_{ij}$  apenas para as empresas pertencentes ao ISE;

$TAM_{ij}$ , controla a influência do tamanho da firma, e é dado por  $Ln(AT_{ij})$ ;

$END_{ij}$ , controla a influência do endividamento da firma, e é dado por  $[(AT_{ij} - PL_{ij}) / AT_{ij}]$ ;

$PA_{ij}$ , é o preço da ação;

$VAD_{ij}$ , é o valor adicionado total a distribuir, conforme DVA;

$RCP_{ij}$ , é o montante destinado à remuneração do capital próprio, conforme DVA;

$AT_{ij}$ , é o montante do ativo total, conforme Balanço Patrimonial;

$PL_{ij}$ , é montante do patrimônio líquido, conforme Balanço Patrimonial.

Além da associação entre o RA, o VAT e o VAA, a regressão utiliza como variáveis de controle o tamanho da firma e o seu nível de endividamento. As variáveis de controle

foram definidas a partir dos estudos de Fama e French (1992; 1998), Lakonishok e Shapiro (1986) e Myers (1984), que verificaram relação entre estes indicadores e o retorno das ações.

Os dados foram processados em painel desbalanceado, considerando o período de 2007 a 2010. Os anos da análise foram definidos a partir do início da publicação obrigatória da DVA, definida pela Lei n. 11.638/07, tendo-se assim, acessibilidade aos dados.

O modelo de regressão linear foi processado considerando a técnica de dados em painel desbalanceado com efeitos fixos, ajustado pelo método de correção de homocedasticidade de White, o qual “apresenta-se resistente ao problema da heterocedasticidade” (YAFFE, 2002, p. 6). Tal escolha decorreu de testes específicos para identificação de variáveis omitidas e de heterocedasticidade.

A amostra inicial considerou todas as firmas listadas na BM&FBOVESPA e disponíveis na base de dados Economática<sup>®</sup>, definidas como ativas em 2011, o que resultou num total de 386 empresas e 2.616 observações. As ações escolhidas para estimar o retorno das empresas amostradas foram selecionadas de acordo com sua liquidez nos períodos analisadas, considerando sua negociação no maior número de períodos e, num segundo momento, o índice de liquidez indicado pela base Economática<sup>®</sup>.

Devido ao tamanho da amostra, definiu-se pelo não tratamento de *missing values*, de forma que as observações com valores faltantes, assim como aquelas valores negativos para VAD e RCP, foram desconsideradas. Desta forma, a amostra final foi reduzida a 823 empresas-ano, considerando-se um total de 264 empresas, distribuídas conforme apresentado no Quadro 1.

Grupos	2007	2008	2009	2010
ISE <sup>1</sup>	19	24	24	24
não ISE	114	197	207	215
Total	133	221	231	239

<sup>1</sup> A carteira ISE não é formada pelas mesmas empresas durante todo o período.

**Quadro 1** – Distribuição das empresas amostradas, em cada ano analisado

Os dados relativos às informações constantes na DVA (VAD e RCP) foram obtidos no sítio da BM&FBOVESPA ([www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br)), enquanto os valores referentes ao preço das ações, ativo total e patrimônio líquido foram obtidos no sistema Economática<sup>®</sup>; foram considerados os preços de fechamento da primeira negociação da ação durante o mês de abril de cada ano. Essa data foi escolhida por se tratar de período imediatamente posterior ao limite para publicação das Demonstrações Financeiras Padronizadas pelas empresas com exercício coincidente com o ano-fiscal, findo em 31 de dezembro, conforme artigo 132, da Lei n. 6.404/76 (SILVA; SILVA; SANCOVSCHI, 2006).

Para classificação das empresas como pertencentes ou não ao ISE foi utilizada a composição teórica da carteira no período de janeiro a abril nos anos analisados (BM&FBOVESPA, 2011). Nos casos onde a empresa participou do ISE com apenas algumas de suas ações, para efeito deste estudo, as demais também foram consideradas como ISE, uma vez que a prática da sustentabilidade é uma prerrogativa da empresa e não de uma ação específica.

Dentre as limitações deste estudo, pode-se mencionar o fato de o VAD tratar-se ainda de informação recente, de forma que seu potencial informacional pode não ter sido inteiramente refletido nos retornos das ações. Além disso, destaca-se a crise mundial de 2008, quando houve queda acentuada no índice Bovespa (MELLO; SPOLADOR, 2010), acumulando perda de quase 30% em sua pontuação de fechamento, caindo de uma média de 64.111 pontos, em abril de 2008, para uma média de 45.141 pontos, em abril de 2009, o que poderia ter enviesado os dados na análise, uma vez que a inversão de tendência foi

influenciada pelo mercado e não propriamente pelos fatores fundamentalistas, em especial o VAD, aqui estudado.

Por fim, cabe mencionar que, ainda que a distribuição equilibrada do valor gerado para os *stakeholders* seja uma das premissas da responsabilidade social corporativa, e por consequência, da sustentabilidade empresarial, conforme visto na revisão teórica, esta distribuição igualitária não é um requisito para as empresas participarem do ISE, de forma que maiores estudos necessitam ser realizados para comprovar se as empresas que compõem o índice são adeptas desta prática.

#### 4. RESULTADOS

De início, destaque-se que os pressupostos para o processamento do modelo da regressão, com as correções mencionadas na seção metodológica, comportaram-se garantindo a consistência e eficiência dos coeficientes apresentados.

A análise da Tabela 1 revela que não há distinção estatisticamente significativa entre as variáveis RA, VAT e VAA, no que tange a compor ou não o ISE; o que confirma estudos empíricos anteriores. Isto é, não há indícios de diferença na forma como as empresas socialmente sustentáveis (ISE) distribuem a riqueza gerada entre os *stakeholders*, em relação às suas congêneres.

Por sua vez, o maior tamanho relativo identificado para as empresas pertencentes ao ISE vai ao encontro do estudo de Nunes *et al.* (2010), que identifica esta variável como fator significativo para adesão das empresas ao ISE.

**Tabela 1 - Estatísticas Descritivas**

Grupos	Medidas	RA	VAT	VAA	TAM	END
ISE (n=91)	Média	0.073	0.322	0.269	16.70	0.659
	Mediana	0.179	0.305	0.227	16.44	0.654
	$\sigma$	0.498	0.230	0.183	1.604	0.148
	Mínimo	-1.565	0.013	0.014	13.724	0.213
	Máximo	1.168	1.173	0.978	20.50	0.974
não-ISE (n=732)	Média	0.069	0.335	0.365	14.64	0.591
	Mediana	0.095	0.280	0.220	14.54	0.592
	$\sigma$	0.651	0.299	1.036	1.649	0.213
	Mínimo	-2.909	0.002	0.001	9.727	0.003
	Máximo	1.890	3.142	19.25	20.41	0.997
Amostra Total (n=823)	Média	0.069	0.334	0.354	14.87	0.598
	Mediana	0.108	0.283	0.222	14.75	0.604
	$\sigma$	0.636	0.292	0.979	1.766	0.208
	Mínimo	-2.909	0.002	0.001	9.727	0.003
	Máximo	1.890	3.142	19.25	20.50	0.997
Teste (t)		-0.076	-0.392	-0.879	-11.32*	-3.922*
p-value		0.940	0.695	0.380	0.000	0.000

\* Significante ao nível de 1%.

RA = Retorno por ação; VAT = Valor adicionado por unidade de ativo total (AT); VAA = Percentual do valor adicionado destinado aos acionistas; TAM = LN (AT); END = Exigíveis por unidade de ativo total.

Sobre a Tabela 2, em que se analisam as hipóteses testadas, percebe-se que os coeficientes estimados comportam-se, de um modo geral, de acordo com as hipóteses e fundamentos conceituais da pesquisa.

O coeficiente  $\beta_1$ , pertinente ao valor adicionado total, estatisticamente significativo, indica relação positiva entre a riqueza gerada pelas sociedades pelas empresas da amostra com seu valor de mercado, permitindo-se assim que não se rejeite a primeira hipótese do estudo ( $H_1$ ). Infere-se que os investidores consideram a informação da produção de riqueza pela empresa para precificar seus títulos de renda variável no mercado brasileiro.

**Tabela 2 – Regressão Retorno–Valor Adicionado**

Coeficientes	Sinal Esperado	Parâmetros		
		Valor	Teste t	p-value
$\beta_0$	?	-6.123	-4.75*	0.000
$\beta_1$	+	1.057	3.52*	0.000
$\beta_2$	0	0.018	0.87	0.386
$\beta_3$	0	-0.179	-0.93	0.352
$\beta_4$	+	0.370	0.76	0.447
$\beta_5$	0	-0.248	-0.84	0.403
$\beta_6$	-	0.416	4.63*	0.000
$\beta_7$	-	-0.420	-1.23	0.218
$\beta_8$	?	-0.691	-11.07*	0.000
$\beta_9$	?	0.507	7.66*	0.000
$\beta_{10}$	?	-0.154	-2.23**	0.026
Empresas			264	
Empresas-Ano			823	
R <sup>2</sup> Ajustado			0.59	
Estatística F			62.71*	

\* Significante ao nível de 1%; \*\* Significante ao nível de 5%.

$$RA_{ij} = \beta_0 + \beta_1 * VAT_{ij} + \beta_2 * VAA_{ij} + \beta_3 * ISE_{ij} + \beta_4 * ISE_{ij} * VAT_{ij} + \beta_5 * ISE_{ij} * VAA_{ij} + \beta_6 * TAM_{ij} + \beta_7 * END_{ij} + \beta_8 * d_{2008} + \beta_9 * d_{2009} + \beta_{10} * d_{2010} + \varepsilon$$

, onde:

RA = Retorno das ações; VAT = Valor adicionado por unidade de ativo total (AT); VAA = Percentual do valor adicionado destinado aos acionistas; ISE = dummy para ISE (1; 0, caso contrário); ISE\*VAT = Variável Interativa; ISE\*VAA = Variável Interativa; TAM = ln(AT); END = Exigível/Ativo Total; d2, d3 e d4 = *dummies* para os anos 2008 a 2010, respectivamente.

Já o coeficiente  $\beta_2$ , que diz respeito ao percentual do valor adicionado destinado aos acionistas, apresenta-se estatisticamente igual a zero; vale dizer que o mercado não considera tal informação com a mesma relevância como aprecia a capacidade de produção das empresas; sua relevância para a precificação das ações é secundária, conforme se propõe na forma de corolário à primeira hipótese ( $H_1$ ) de que o valor da firma está associado mais à riqueza gerada por esta e menos à forma como esta riqueza é distribuída entre os stakeholders.

Também como esperado, a adesão de firmas a práticas de sustentabilidade social, expressa pela listagem no Índice de Sustentabilidade Social, não distingue a apreciação feita pelo mercado de seu preço em relação ao de suas congêneres, como se infere da análise dos coeficientes  $\beta_3$ ,  $\beta_4$  e  $\beta_5$ , os quais não acomodam significância estatística; tal resultado já se prenunciava nos dados da Tabela 1, os quais não mostravam diferenças significantes entre as empresas pertencentes ao ISE e as demais, quanto aos valores adicionados e quanto ao retorno de mercado.

Ainda com relação às empresas componentes do ISE, que se declaram atuando com responsabilidade social, a correlação positiva conceitual esperada, indicativa de maior eficiência operacional, não se concretizou, eis que o coeficiente  $\beta_4$  se mostrou sem significância estatística. Não se pôde, portanto, rejeitar a segunda hipótese ( $H_2$ ), de que as práticas de sustentabilidade empresarial não influenciam o retorno das ações das sociedades de capital aberto brasileiras.

Cabe enfatizar que o coeficiente  $\beta_7$  suporta bem a ideia da relevância do desempenho operacional para precificação das ações, uma vez que o nível de endividamento também não se manifestou estatisticamente significativo para explicar retorno de ações.

## 5. CONCLUSÃO

Os achados da pesquisa levam a termo a ideia de que as informações providas pela Demonstração do Valor Adicionado podem ser uma estratégia eficiente para a redução da assimetria informacional, uma vez que o VAD está positivamente correlacionado com o retorno das ações, de forma estatisticamente significativa; ademais, a correlação entre o retorno das ações e a remuneração direta do acionista, dada pelo lucro líquido adicionado dos juros sobre o capital próprio, mostrou-se não significativa, podendo-se inferir que esta variável não tem impactos sobre a precificação de ações com a mesma força que a riqueza gerada.

As evidências de *value-relevance* do VAD e do potencial uso do conteúdo informacional da DVA, a classificam como demonstração contábil capaz de explicar o montante do valor criado pela firma e da forma como esta riqueza é distribuída entre os *stakeholders*. Assim, o VAD pode subsidiar decisões de investimentos, uma vez que a informação aparenta ser refletida no valor de mercado da firma.

Por outro lado, a divulgação da destinação do valor adicionado pela firma pode representar outra informação relevante da DVA, subsidiando estudos e decisões acerca do comportamento da firma quanto a governança corporativa e quanto ao atendimento de reivindicações dos seus *stakeholders*.

A confirmação da primeira hipótese da pesquisa é suportada pelos resultados de *value-relevance* do EVA, nos estudos publicados por Biddle, Bowen e Wallace (1997), Bao e Bao (2008), Van Staden (1998), Iñiguez e Poveda (2000), Peixoto (2002), Kordlar, Mashayekhi e Ziviyar (2006), Ghanbari e More (2007) e Kyrizis e Anastassis (2007) – mantidas as diferenças entre os conceitos de EVA e VAD, bem como quanto às metodologias e amostras consideradas – e no estudo sobre VAD, realizado por Machado, Macedo e Machado (2011).

A ausência de significância estatística do coeficiente que representa a parcela de valor distribuída ao acionista evidencia empiricamente a harmonia entre os achados da pesquisa e a proposição de Modigliani e Miller (1963), de que o valor da firma é definido por sua capacidade em gerar riqueza, e não pela forma como essa riqueza é distribuída entre os *stakeholders*.

Por sua vez, a ausência de associação significativa entre o retorno das ações e a adesão a práticas de sustentabilidade está de acordo com os estudos empíricos anteriores, e sugere que os conceitos da teoria dos *stakeholders* de Freeman (1983) e Jensen (2010), e o seu impacto esperado no valor da firma, ainda não estão claramente refletidos no mercado brasileiro.

De fato, o presente estudo replica e confirma os resultados de estudos empíricos anteriores (CAVALCANTE; BRUNI; MOTA, 2007; REZENDE *et al.*, 2007; ZAGO; PAULA, 2007; DIAS; BARROS, 2008; BÓGEA; CAMPOS; CAMINO, 2008; LUZ; SILVA; COELHO, 2008; VELLANI; ALBUQUERQUE; CHAVES, 2009).

Recomendações para estudos futuros podem incluir investigação sobre como o valor adicionado é distribuído entre os *stakeholders*, em cada setor industrial. Ainda, outros indicadores de desempenho (inclusive macroeconômicos) poderiam ser incluídos entre as

variáveis de controle, de forma a capturar os efeitos de possíveis variáveis omitidas no presente estudo. Seria oportuno, ainda, verificar a relação entre os valores distribuídos a cada grupo de *stakeholders* e os indicadores de *desempenho* da firma.

Finalmente, como forma de complementar o trabalho de Nunes *et al.* (2010), se poderia incluir a análise da influência de variáveis não-estruturais da firma, para a adesão ao ISE, tais como governança corporativa, práticas e projetos socioambientais, assim como premiações e certificações relacionadas à responsabilidade sustentável corporativa.

## REFERÊNCIAS

ALENCAR, Roberta Carvalho de; DALMÁCIO, Flavia Zoboli. A relevância da informação contábil no processo de avaliação de empresas brasileiras – uma análise dos investimentos em ativos intangíveis e seus efeitos sobre *value-relevance* do lucro e patrimônio líquido. In: EnANPAD, 30., Salvador, *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2006.

BALL, Ray; BROWN, Philip. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, v. 6, n. 2, 1968, p. 159-178.

BAO, Ben-Hsien; BAO, Da-Hsien. Usefulness of value added and abnormal economic earnings: an empirical examination. *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 25, n. 1-2, 1998, p. 251-264.

BEAVER, William H. The information content of annual earnings announcements, *Journal of Accounting Research*, Supplement, 1968, p. 67-92.

BERNARD, Victor L. The Feltham-Ohlson framework: implications for empiricists. *Contemporary Accounting Research*. v. 11, n. 2, 1995, p. 733–747.

BIDDLE, Gary C.; BOWEN, Robert M.; WALLACE, James S. Does EVA<sup>®</sup> beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values. *Journal of Accounting and Economics*, v. 24, 1997, p. 301-336.

BIDDLE, Gary C.; BOWEN, Robert M.; WALLACE, James S. Evidence on EVA. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 12m n. 2, 1999, p. 69-79.

BM&FBOVESPA. Índice de Sustentabilidade Empresarial - ISE. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=Ibovespa&Idioma=pt-BR>>. Acessado em: 31/03/2011.

BÓGEA, Felipe; CAMPOS, Anderson Saber; CAMINO, David. Did the creation of ISE created value to companies? In: EnANPAD, 32., Rio de Janeiro. *Anais...*, Rio de Janeiro: ANPAD, 2008.

BORGES JR., Pedro; FREIRE, Fátima de Souza; FERNANDES, Bruno Vinícius Ramos. Existe evidência de relação entre rendimentos de ações e distribuição de riqueza das empresas? In: Congresso ANPCONT, 4., Natal. *Anais...* São Paulo: ANPCONT, 2010.

BRASIL. Lei n. 9.249, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras

providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, v. 133, n. 247, Seção 1, p. 17-20, 27 dez, 1995.

BRASIL. Lei n. 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, v. 144, n. 249-A, Seção 1, Edição Extra, p. 2-3, 28 dez, 2007.

CARVALHO, Fernanda de Medeiros; SIQUEIRA, José Ricardo Maia de. Regulamentações brasileiras do balanço social. In: FERREIRA, Aracéli Cristina de Souza; SIQUEIRA, José Ricardo Maia de; GOMES, Mônica Zaidan (Orgs.). *Contabilidade ambiental e relatórios sociais*. São Paulo: Atlas, 2009, cap. 2, p. 23-41.

CAVALCANTE, Luiz Ricardo Matos Teixeira; BRUNI, Adriano Leal; COSTA, Fábio José Mota. Sustentabilidade empresarial e desempenho corporativo: uma análise do mercado brasileiro de ações. In: EnANPAD, 31., Rio de Janeiro *Anais...*, Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

COELHO, Antonio Carlos Dias; CORRAR, Luiz João. Apropriação dos resultados corporativos aos fatores econômicos nas empresas de capital aberto e de capital fechado no Brasil: evidências de atributos discriminatórios. *Contextus – Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, v. 3, n. 2, 2005, p. 27-26.

CORAL, Eliza; ROSSETTO, Carlos Ricardo; SELIG, Paulo Maurício. Planejamento estratégico para a sustentabilidade empresarial: uma proposta para convergência das estratégias econômicas, ambientais e sociais. In: EnANPAD, 27., Atibaia. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2003, p. 1-16.

CPC – COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. *Pronunciamento técnico CPC 09: demonstração do valor adicionado*. Brasília: CPC, 2008. Disponível em: <[http://www.cpc.org.br/pdf/CPC\\_09.pdf](http://www.cpc.org.br/pdf/CPC_09.pdf)>. Acessado em 27/09/2010.

CRISÓSTOMO, Vicente Lima; FREIRE, Fátima de Souza; VASCONCELLOS, Felipe Cortes de. Responsabilidade social corporativa, valor e desempenho da empresa brasileira. In: EnANPAD, 33., São Paulo. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2009.

CRUZ, Ulisses Oliveira; COLAUTO, Romualdo Douglas; LAMOUNIER, Wagner Moura. Valor econômico agregado e lucro contábil: evidências para uma amostra de empresas do Novo Mercado da BOVESPA. *Revista de Contabilidade e Controladoria*, v. 1, n. 3, 2009, p. 185-199.

DE LUCA, Márcia Martins Mendes; CUNHA, Jacqueline Veneroso Alves da; RIBEIRO, Maisa de Souza; OLIVEIRA, Marcelle Colares. *Demonstração do valor adicionado: do calcula da riqueza criada pela empresa ao valor do PIB*. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2009.

DIAS, Edson Aparecido; BARROS, Lucas Ayres. Sustentabilidade empresarial e retorno ao acionista: um estudo sobre o ISE. In: EnANPAD, 32., Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2008.

DONALDSON, Thomas; PRESTON, Lee E. The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence, and implications. *The Academy of Management Review*, v. 20, n. 1, 1995, p. 65-91.

FAMA, Eugene F. The behavior of stock-market prices. *The Journal of Business*, v. 38, n. 1, 1965, pp. 34-105.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, v. 47, n. 2, 1992, p. 427-465.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. Taxes, financing decisions, and firm value. *The Journal of Finance*, v. 53, n. 3, 1998, p. 819-843.

FELTHAM, Gerald A.; OHLSON, James A. Valuation and clean surplus for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research*, v. 11, n. 2, 1995, p. 689-731.

FREEMAN, R. Edward. Stockholders and stakeholders: a new perspective on corporate governance. *California Management Review*, v. 25, n. 3, 1983, p. 88-106.

FRIEDMAN, Milton. The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times Magazine*, September 13<sup>th</sup>, 1970, p. 122-126.

GHANBARI, Ali M.; MORE, V. S. The relationship between economic value added and market value added: an empirical analysis in Indian automobile industry. *The IUP Journal of Accounting Research and Audit Practices*, v. 6, n. 3, 2007, p. 7-22.

HONDA, Marcelo Santana. *A demonstraç o do valor adicionado como instrumento de valoriza o das a oes de empresas de capital aberto*. 2008, 49 p. Monografia (Especializa o em Controladoria e Finan as – Departamento de Ci ncias Cont beis e Atuariais). Universidade de Bras lia, Bras lia, 2008.

IASB – INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. *IAS 1, presentation of financial statements*. London: IASB, 2009.

IÑIGUEZ, Ra l; POVEDA, Francisco. An lisis emp rico de la relaci n entre creaci n de valor y resultados. *Working Paper*. Instituto Valenciano de Investigaciones Econ micas, 2000.

JENSEN, Michael C. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 22, n. 1, Winter, 2010, p. 32-43.

KORDLAR, Ali Ebrahimi; MASHAYEKHI, Bitia; ZIVİYAR, Farzad. Information content of value added data: an empirical evidence from Iran. *Iranian Accounting & Auditing Review*, n. 46, Winter, 2006, p. 44-69.

KREITLON, Maria Priscilla. A  tica nas rela es entre empresas e sociedade: fundamentos te ricos da responsabilidade social empresarial. In: EnANPAD, 28., Curitiba. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2004.

KYRIAZIS, Dimitris; ANASTASSIS, Christos. The validity of the economic value added approach: an empirical application. *European Financial Management*, v. 13, n. 1, 2007, p. 71–100.

LAKONISHOK, Josef; SHAPIRO, Alan C. Systematic risk, total risk and size as determinants of stock market returns, *Journal of Banking and Finance*, v. 10, n. 1, 1986, 115-132.

LUNDHOLM, Russel J. A tutorial on the Ohlson and Feltham/Ohlson models: answers to some frequently asked questions. *Contemporary Accounting Research*, v. 11, n. 2, 1995, p. 749-761.

LUZ, Sandro Gomes; SILVA, Raimundo Nonato Souza da; COELHO, Paulo Sérgio. A influência da divulgação do índice de sustentabilidade empresarial sobre os preços das ações no Brasil e nos Estados Unidos: um estudo de eventos nos anos de 2005 a 2007. In: ENANPAD, 32., Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2008.

MACHADO, Márcio André Veras; MACEDO, Marcelo Álvaro da Silva; MACHADO, Márcia Reis. Análise do conteúdo informacional da DVA no mercado de capitais brasileiro. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 11. *Anais...* São Paulo: USP, 2011. 1 CD-ROM.

MEDEIROS, Otávio Ribeiro de. Evidências empíricas sobre a relação entre EVA e retorno acionário nas empresas brasileiras. *Contabilidade, Gestão e Governança*, v. 12, n. 1, 2009, p. 3-9.

MELLO, Pedro C. de; SPOLADOR, Humberto. *Crises financeiras: do século XVII à crise do subprime e da zona do euro*. 3ª ed. São Paulo: Saint Paul, 2010.

MILLER, Merton H.; MODIGLIANI, Franco. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, v. 34, n. 4, 1961, p. 411-433.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, v. 53, n. 3, 1963, p. 433-443.

MYERS, Stewart C. The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, v. 39, n. 3, 1984, p. 575-592.

NUNES, Julyana Goldner; TEIXEIRA, Aridelmo J. C.; NOSSA, Valcemiro; GALDI, Fernando Caio. Análise das variáveis que influenciam a adesão das empresas ao índice BM&F Bovespa de sustentabilidade empresarial. *BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, v. 4, n. 4, 2010, p. 328-340.

OHLSON, James A. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, v. 11, n. 2, 1995, p. 661-687.

PEIXOTO, Susana. Economic Value Added® application to Portuguese public companies. *Working Paper*. Moderna University of Porto, 2002.

REZENDE, Idália Antunes Cangussú; NUNES, Julyana Goldner; PORTELA, Simone Salles; NASCIMENTO, Antonio Paula; SALVADOR, Nadir; TELLES, Tania Eliete Alves Oliveira. Um estudo sobre o desempenho financeiro do Índice BOVESPA de Sustentabilidade Empresarial. In: EnANPAD, 31., Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

ROLIM, Márcio Viana; BORGES, Railene Oliveira; RIBEIRO, Karem Cristina de Sousa. O valor econômico adicionado como instrumento de avaliação: análise do caso Cia. Hering. In: ENEGEP, 25., Porto Alegre. *Anais...* Rio de Janeiro: ABEPRO, 2005.

SILVA, Carlos Eduardo Vieira da; SILVA, Adolfo Henrique Coutinho e; SANCOVSCHI, Moacir. Evidências sobre o prazo médio de publicação de demonstrações contábeis de empresas brasileiras de capital aberto. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 6. *Anais...* São Paulo: USP, 2006.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; OKIMURA, Rodrigo Takashi; SOUSA, Almir Ferreira de. O valor econômico adicionado (EVA®) possui maior relação com o retorno das ações do que o lucro líquido no Brasil? In: SEMEAD, 7. *Anais...* São Paulo: USP, 2009.

SOUSA, Almir Ferreira; ALMEIDA, Ricardo José. O valor da empresa e a influência dos *stakeholders*. São Paulo: Saraiva, 2006.

STERN, Joel M.; STEWART III, G. Bennett; CHEW JR., Donald H. The EVA® financial management system. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 8, n. 2, 1995, p. 32-46.

STEWART III, G. Bennett . *The quest for value*. New York: Harper Business, 1991.

VAN STADEN, C. J. The usefulness of the value added statement in South Africa. *Managerial Finance*, v. 24, n. 11, 1998, p. 44-59.

VELLANI, Cassio Luiz; ALBUQUERQUE, Andrei Aparecido de; CHAVES, Eduardo de Paula e Silva. Uma tentativa de mensuração da relação entre valor de mercado e sustentabilidade empresarial nas ações listadas no ISE da Bovespa. In: EnANPAD, 33., São Paulo. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2009.

WORTHINGTON, Andrew C.; WEST, Tracey. Economic value-added: a review of the theoretical and empirical literature. *Asian Review of Accounting*, v. 9, n. 1, p. 67-86.

ZAGO, Ana Paula Pinheiro; PAULA, Germano Mendes de. Sustentabilidade Corporativa: o caso “Dow Jones Sustainability Index”. In: EnANPAD, 31., Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.