

ANÁLISE DA ADITIVIDADE DE *VALUE RELEVANCE* DA DFC E DA DVA AO CONJUNTO DE DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS: EVIDÊNCIAS DE EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO

Vinícius Gomes Martins

Mestrando do Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - UnB/UFPB/UFRN.

Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. Cidade Universitária - Campus I. Castelo Branco, Cep: 58059-900 - Joao Pessoa/PB. Tel.: (83) 3216-7492
e-mail: viniciuscontabeis@hotmail.com

Márcio André Veras Machado

Doutor em Administração

Professor do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal da Paraíba (PPGA/UFPB) e do Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - UnB/UFPB/UFRN

Cidade Universitária - Campus I. Castelo Branco, Cep: 58059-900 - Joao Pessoa/PB.
Tel.: (83) 3216-7492 - E-mail: mavmachado@hotmail.com

Aldo Leonardo Cunha Callado

Doutor em Agronegócios

Professor do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal da Paraíba (PPGA/UFPB) e do Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - UnB/UFPB/UFRN

Cidade Universitária - Campus I. Castelo Branco, Cep: 58059-900 - Joao Pessoa/PB.
Tel.: (83) 3216-7492 - E-mail: aldocallado@yahoo.com.br

RESUMO

Este artigo tem por objetivo avaliar a aditividade de *value relevance* da DFC e da DVA ao conjunto de demonstrações contábeis no contexto do mercado acionário brasileiro. Para tanto, utilizando uma amostra composta por empresas não-financeiras, no período de 2008 a 2010, analisou-se, inicialmente, por meio de regressão linear, a relação entre o valor de mercado das companhias, o patrimônio líquido e o lucro líquido, que representaram, para fins deste estudo, o conjunto de demonstrações contábeis. No segundo momento, inseriu-se, individualmente, as *proxies* da DFC (fluxo de caixa das atividades operacionais – FCO, fluxo de caixa das atividades de investimento – FCI e fluxo de caixa das atividades de financiamento – FCF) e depois a *proxy* da DVA (riqueza criada – RC). Por fim, incluíram-se as *proxies* da DFC e da DVA juntas ao conjunto de demonstrações contábeis. As evidências suportam que a variável LL, que representou a DRE, não apresentou significância estatística na determinação do valor de mercado das empresas. Ao inserir a DFC, verificou-se que apenas a *proxy* FCF apresentou-se significativa, melhorando o coeficiente de determinação em mais de 20%, o que implica dizer que a DFC adicionou *value relevance* ao conjunto de demonstrações contábeis. Ao contrário da DFC, a DVA, representada pela variável RC, não apresentou conteúdo informacional inserida isoladamente ao conjunto de demonstrações, nem em conjunto com a DFC. Supostamente, a ausência de *value relevance* pode ser explicada no sentido de que as informações da DVA não acrescentam conteúdo novo, além dos já apresentados pela demonstração do resultado, que também não apresentou significância, ou os investidores ainda não se familiarizaram com tal demonstração.

Palavras-chave: Informação Contábil; *Value relevance*; DFC; DVA.

Área Temática: Contabilidade para Usuários Externos.

1. INTRODUÇÃO

Desde o trabalho pioneiro de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968), muitas pesquisas têm sido desenvolvidas com foco na relevância das informações contábeis. Pesquisas desse tipo são motivadas pelo fato de as empresas utilizarem as demonstrações financeiras como um dos principais meios de comunicação com seus investidores, credores e demais usuários. É nesse contexto que pesquisadores têm centrado a atenção em analisar a capacidade de essas informações fazerem a diferença na decisão dos usuários e, por consequência, na capacidade de tais informações refletirem no valor de mercado das empresas.

A Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro – CPC00 (R1) descreve que a informação contábil relevante é aquela capaz de fazer a diferença nas decisões que possam ser tomadas pelos usuários. Desse modo, se uma informação é relevante e disponível ao público, é de esperar que a mesma seja percebida pelos usuários e que seja passível de ser refletida no preço das ações das companhias.

Nesse contexto, Hendriksen e Van Breda (1999) descrevem que a relevância das informações contábeis reside não somente na questão da alocação de recursos, como também no estabelecimento dos preços dos títulos. Esse argumento caracteriza uma das perspectivas pela qual a relevância das informações contábeis é estudada, que é a capacidade das mesmas em explicar a variação dos preços das ações das empresas. Nessa linha de pesquisa, assume-se a premissa da relevância da informação contábil para o mercado de capitais e, por conseguinte, assume-se a premissa de mercado eficiente (HME), no sentido de que nenhuma informação relevante seria dispensada pelos usuários do mercado, já que são, por hipótese, racionais.

Nesse sentido, as pesquisas que buscam investigar a relação entre os valores de mercado das empresas e as informações emanadas da contabilidade são denominadas “*value relevance*”. Essas pesquisas objetivam averiguar a relevância de determinada informação contábil para o mercado de capitais, verificando se tais informações estão refletidas no preço das ações das empresas (MACEDO *et al*, 2011). Se a informação contábil estiver correlacionada com o valor de mercado das companhias, diz-se que a mesma possui *value relevance* (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001)

As informações contábeis, tidas como a linguagem dos negócios, são apresentadas, tradicionalmente, por meio das demonstrações contábeis, tendo como principais o Balanço Patrimonial e a Demonstração do Resultado, uma vez que as demais demonstrações se originam das transações que são objeto de registro nessas duas.

Com o advento da Lei 11.638/07, que alterou a redação do art. 176 da Lei das Sociedades por Ações, o conjunto de demonstrações contábeis, exigido a tais sociedades, passou a ser composto por: a) Balanço Patrimonial (BP); b) Demonstração dos Lucros ou Prejuízos Acumulados (Mutações do Patrimônio Líquido, no caso de companhias abertas) (DLPA); c) Demonstração do Resultado do Exercício (DRE); d) Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC); e e) Demonstração do Valor Adicionado (no caso das companhias abertas) (DVA).

Assim, verifica-se que a Lei 11.638/07 introduziu duas demonstrações ao conjunto de relatórios contábeis obrigatórios: a DFC, em substituição a Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (DOAR), e a DVA. Aproximando-se dos quatro anos da obrigatoriedade da elaboração e apresentação dessas duas demonstrações por parte das empresas, pouco se sabe se, de fato, essa novidade trouxe algum incremento informacional para o conjunto de demonstrações. Motivados por tal fato, um estudo que busque investigar o *value relevance* incremental dessas duas demonstrações ao conjunto de demonstrações contábeis pode ter o potencial de contribuição relevante, ao apontar a relevância das mesmas aos investidores do mercado acionário.

Diante do exposto, a questão que norteia a presente pesquisa é: a inserção da DFC e da

DVA, pela Lei 11.638/07, propiciou um incremento de *value relevance* ao conjunto de demonstrações contábeis obrigatórias? Frente a tal questionamento, o objetivo do estudo é avaliar a aditividade de *value relevance* da Demonstração do Fluxo de Caixa e da Demonstração do Valor Adicionado ao conjunto de demonstrações contábeis no contexto do mercado acionário brasileiro.

Além desta, o presente artigo possui cinco partes. Na seguinte, apresenta-se o referencial teórico, onde serão abordadas a relevância da informação contábil, a Demonstração do Fluxo de Caixa e a Demonstração do Valor Adicionado. Na terceira parte, abordar-se a metodologia. Na quarta, os resultados da pesquisa. Na quinta, a conclusão. E, por fim, as referências.

2. VALUE RELEVANCE DAS INFORMAÇÕES CONTÁBEIS

No final dos anos 60, a pesquisa em contabilidade começou a incorporar conceitos de áreas como finanças, economia, etc. (BALL; BROWN, 1968; BEAVER, 1968). Esses estudos ocasionaram uma verdadeira quebra de paradigma na pesquisa em contabilidade, onde a tradição normativa, que até então predominava nas pesquisas em contabilidade, começou a perder o posto para a abordagem positiva.

A introdução da abordagem positiva rompeu a visão da contabilidade como mensuração e inaugurou o estudo desta como informações disponíveis aos usuários (LOPES, 2002). Dentro dessa nova abordagem, os estudos passaram a buscar explicações para determinados fenômenos ocasionados por práticas contábeis, desviando o centro das pesquisas da busca dos procedimentos ideais para a própria informação (*Approach Information*).

Nesse contexto, dois focos foram empregados, no que se refere ao paradigma da informação, segundo Foster (1986): i) o primeiro procura verificar a relevância da informação fornecida pela contabilidade para investidores e outros usuários; ii) o segundo procura-se investigar a eficiência relativa dos mercados em termos do conjunto de informações contábeis.

Nesse sentido, o *value relevance* das informações contábeis está inserido na primeira direção do paradigma da informação. Entretanto, para que se possa identificar a relevância dessa informação, deve-se considerar também a segunda direção, ou seja, que o mercado seja eficiente em alguma de suas formas e possa absorver as informações disponíveis e refleti-las no preço das ações (FAMA, 1970).

Alguns autores, tais como Iudícibus e Lopes (2004), ressaltam que essas pesquisas, de forma geral, objetivam analisar vários aspectos relacionados ao conteúdo informacional das demonstrações contábeis para o mercado de capitais, utilizando como base as premissas de mercado eficiente, em que os preços das ações refletem toda e qualquer informação relevante e disponível e ajustam-se em função desse conjunto de informação. É por esse e outros motivos que vários estudos têm centrado a atenção em investigar como o mercado de capitais responde ao conjunto de demonstrações apresentadas pela contabilidade.

Observa-se que o estudo do *value relevance* da informação contábil é fruto da abordagem positiva da contabilidade. Desde os primeiros trabalhos da década de 60 que a relevância das informações contábeis tem sido investigada, porém a terminologia “*value relevance*”, segundo Barth, Beaver e Landsman (2001), só foi utilizada pela primeira vez por Amir *et al* (1993), onde analisaram se os ajustes de reconciliação dos resultados contábeis e do patrimônio líquido ao padrão contábil norte-americano, de empresas estrangeiras, eram relevantes.

Nesse contexto, as pesquisas com ênfase no *value relevance* das informações contábeis, geralmente, são realizadas com uso de técnicas estatísticas, mais especificamente, com o uso da regressão linear, em que se atribui como variável dependente uma *proxy*

relacionada ao preço das ações e como variáveis independentes as informações disponibilizadas pela contabilidade. É comum nesses estudos a utilização do lucro e do patrimônio líquido como variáveis independentes, uma vez que há fortes evidências da associação dessas duas variáveis com o valor de mercado das empresas (BROWN; LO; LYS, 1999).

A proliferação das pesquisas com o foco no *value relevance* das informações disseminou-se ao redor do mundo nos vários mercados de capitais desenvolvidos (supostamente em maior proporção) e emergentes, com as mais variadas metodologias. Houlthausen e Watts (2001) classificaram essas pesquisas em três categorias:

- (i) *Relative association studies*: busca analisar a associação entre o valor de mercado e valores da contabilidade mensurados por novos padrões contábeis propostos em relação aos valores de padrões antigos;
- (ii) *Incremental association studies*: busca analisar se determinados procedimentos contábeis são úteis em explicar o preço das ações;
- (iii) *Marginal information content studies*: busca analisar se um valor contábil específico adiciona informação aos investidores.

O presente estudo pode ser classificado de acordo com a terceira categoria descrita por Houlthausen e Watts (2001), *marginal information content studies*, pois visa analisar o *value relevance* incremental da DFC e da DVA ao conjunto de demonstrações contábeis no contexto brasileiro. Dentro dessas categorias, vários estudos foram realizados, com o objetivo de analisar a relevância dos números contábeis para o mercado de capitais (COLLINS; MAYDEW; WEISS, 1997; BROWN; LO; LYS, 1999; OHLSON, 1995; FELTHAM; OHLSON, 1995, 1996; BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001).

As pesquisas sobre o *value relevance* no Brasil ainda são pouco exploradas, ao comparar com outros países, em especial os países em que o mercado de capitais é tido como desenvolvido, em que há um número representativo de estudos. Entretanto, o estudo pioneiro no mercado brasileiro foi o de Lopes (2001), que analisou a relação entre o preço das ações e o lucro de empresas brasileiras e concluiu que o lucro, bem como os dividendos, são relevantes e propiciam evidências mais robustas, quando comparadas com o fluxo de caixa.

Em outro estudo, Lopes (2002) analisou a capacidade dos números contábeis em explicar os preços correntes e identificou que as informações apresentadas ao mercado de capitais brasileiro possui grande poder explicativo. Tal poder explicativo, no entanto, concentrava-se nos valores do patrimônio líquido e não no lucro, como é observado em vários trabalhos apresentados na literatura.

Dessa forma, o presente estudo visa contribuir com essa abordagem, analisando se a inclusão da DFC e a DVA acrescentam *value relevance* ao conjunto de demonstrações contábeis no Brasil.

3. DEMONSTRAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA - DFC

A Demonstração do Fluxo de Caixa passou a ser exigida a partir do exercício de 2008, após o advento da Lei 11.368/07, em substituição a Demonstração das Origens e Aplicações dos Recursos (DOAR). Até 2008, a DFC só era exigida de empresas pertencentes a alguns setores específicos e regulamentados, como por exemplo, empresas de energia elétrica, por serem reguladas pela Agência Nacional de Energia Elétrica – ANEEL, as empresas listadas no Novo Mercado, por exigência da BMF&BOVESPA e empresas brasileiras com registro na bolsa de valores norte-americana ou em outro país onde a DFC já fosse uma demonstração obrigatória (MACEDO *et. al*, 2011).

Com o intuito de orientar e estabelecer regras para a elaboração e divulgação da DFC por parte das entidades, o CPC emitiu o Pronunciamento Técnico CPC 03 – Demonstração dos Fluxos de Caixa (atual CPC 03 (R2)), com a respectiva aprovação da Comissão de

Valores Mobiliários - CVM, Banco Central do Brasil – Bacen e Conselho Federal de Contabilidade - CFC. Corroborando o citado pronunciamento, Iudícibus *et al* (2010) descrevem que as informações apresentadas na DFC, principalmente quando analisadas em conjunto com as demais demonstrações financeiras, podem permitir que investidores, credores e outros usuários avaliem:

- i. a capacidade de a empresa gerar futuros fluxos líquidos positivo de caixa;
- ii. a capacidade de a empresa honrar seus compromissos, pagar dividendos e retornar empréstimos obtidos;
- iii. a liquidez, a solvência e flexibilidade financeira da empresa;
- iv. a taxa de conversão de lucro em caixa;
- v. a *performance* operacional de diferentes empresas, por eliminar os efeitos de distintos tratamentos contábeis para as mesmas transações e eventos;
- vi. o grau de precisão das estimativas passadas de fluxos futuros de caixa;
- vii. os efeitos das transações de investimento e financiamento sobre a posição financeira da empresa etc.

Observa-se que a DFC apresenta-se como um demonstrativo atrativo para os participantes do mercado, onde seu conteúdo informacional apresenta além dos fluxos das atividades operacionais, os fluxos de caixa das atividades de investimentos e das atividades de financiamento. As atividades operacionais são as principais atividades geradoras de receita da entidade e outras atividades que não são de investimento e tampouco de financiamento. As atividades de investimento são as referentes à aquisição e à venda de ativos de longo prazo e de outros investimentos não incluídos nos equivalentes de caixa. Por fim, as atividades de financiamento são aquelas que resultam em mudanças no tamanho e na composição do capital próprio e no capital de terceiros da entidade (CPC 03).

A maioria das pesquisas que estudou o conteúdo informacional da DFC considera somente o fluxo de caixa das atividades operacionais como *proxy* (ALI, 1994; CHENG; YANG, 2003; CHARITOU; CLUBB; ANDREOU, 2000). O contexto da presente pesquisa visa analisar o *value relevance* não só das atividades operacionais, mas também das atividades de investimento e financiamento, a fim de verificar se esses dois componentes, além das atividades operacionais, adicionam relevância ao conjunto de demonstrações contábeis.

O *value relevance* da DFC vem sendo largamente estudado nos diferentes mercados de capitais, principalmente a partir da década de 90. Malacrida (2009) descreve que as pesquisas internacionais que analisam a relação entre fluxo de caixa, lucro, *accruals*, retorno e preço das ações focam duas questões. A primeira se refere à capacidade das informações contábeis de prever o fluxo de caixa futuro e a segunda se relaciona à capacidade das informações contábeis em explicar o retorno e o preço das ações. O presente estudo centra-se na segunda questão. Dentre os vários trabalhos que abordaram essa questão, tem-se: Rayburn (1986), Bowen *et al* (1987), Dechow (1994), Sloan (1996), Barth *et al* (1999), Charitou *et al* (2001), Vishnani e Shah (2008), Malacrida (2009), Macedo *et al* (2011).

Rayburn (1986) analisou a relação entre fluxo de caixa operacional e *accruals*. Os resultados demonstraram a existência de relação entre o fluxo de caixa operacional e *accruals* com os retornos anormais das ações. Dechow (1994) avaliou, comparativamente, a capacidade do lucro, do fluxo de caixa líquido e do fluxo de caixa operacional em mensurar o desempenho das empresas, refletindo no retorno das ações. Os resultados demonstraram que o lucro apresentou-se como uma melhor medida de desempenho, explicando o retorno das ações em comparação com as medidas do fluxo de caixa líquido e do fluxo de caixa operacional.

Alguns estudos foram realizados em mercados de capitais subdesenvolvidos, com foco no *value relevance* da DFC. Vishnani e Shah (2008) analisaram o *value relevance* das demonstrações financeiras com ênfase no impacto do fluxo de caixa no mercado indiano, após 10 anos de sua obrigatoriedade. Os resultados revelaram que o *value relevance* das

demonstrações contábeis, por si só, era insignificante. Ao investigarem se a DFC adicionada ao conjunto de demonstrações contábeis incrementava *value relevance*, concluiu-se que tal demonstração era insignificante na explicação do valor das empresas, ou seja, não incrementava relevância ao conjunto de demonstrações financeiras.

Malacrida (2009) avaliou a relevância do fluxo de caixa operacional corrente, *accruals* e lucros correntes para predizerem o fluxo de caixa operacional futuro e estimarem o retorno das ações das companhias abertas brasileiras. A autora concluiu que a DFC fornece informações relevantes adicionais àquelas fornecidas pelo lucro na predição dos fluxos de caixa operacionais futuros e na explicação dos retornos das ações das empresas brasileiras, indicando que sua divulgação contribui para a redução dos níveis de assimetria informacional e para a melhoria do conteúdo informativo da contabilidade.

Por fim, diante das mudanças trazidas pela Lei 11.638/07, em que substituiu a obrigatoriedade de apresentação da DOAR pela DFC, Macedo *et al* (2011) analisaram o impacto dessa substituição, implementada pelas mudanças nas normas contábeis brasileiras vigentes para o exercício de 2008. Os autores investigaram a questão do *value-relevance* das origens de recursos das operações (ORO), provenientes da DOAR, e do fluxo de caixa operacional (FCO), proveniente da DFC, para os exercícios de 2005 a 2007, das empresas não financeiras de capital aberto.

Os resultados encontrados por Macedo *et al* (2011) apontam que a substituição da DOAR pela DFC foi benéfica para os usuários da informação contábil no Brasil, embora estudos anteriores tenham apontado a DOAR como uma demonstração mais rica em termos de informação. Uma justificativa plausível para esse achado é o fato da DFC ser uma demonstração mais fácil de ser compreendida e mais amigável, principalmente para os usuários com menos familiaridade com a contabilidade, o que a conduz a ser mais utilizada.

A presente pesquisa se diferencia das demais, por buscar avaliar o *value relevance* incremental da DFC ao conjunto de demonstrações, utilizando as atividades operacionais, de investimento e financiamento como *proxy* da DFC, e por analisar a aditividade de *value relevance* da DFC, juntamente com a DVA, ao conjunto de demonstrações contábeis.

4. DEMONSTRAÇÃO DO VALOR ADICIONADO – DVA

A Demonstração do Valor Adicionado surgiu na Europa, há anos. Seu desenvolvimento foi impulsionado pela urgência na introdução do imposto sobre valor agregado nos países europeus e, a partir do final dos anos 70, atingiu uma grande popularidade no Reino Unido, com a publicação do *Corporate Report* pelo *Accounting Standards Steering Committee*, atualmente *Accounting Standards Committee*, em agosto de 1975 (CUNHA, 2002). Esse relatório recomendava, dentre outras coisas, a elaboração da DVA, para evidenciar como os benefícios e os esforços de uma empresa são divididos pelos empregados, provedores de capital, estado e reinvestimentos (CUNHA; RIBEIRO; SANTOS, 2005).

Apesar de ter surgido na Europa, o conceito de valor adicionado foi inicialmente utilizado em 1790, no primeiro censo norte-americano de produção. Trenche Cox, um funcionário do tesouro americano, é considerado como o homem responsável pelo entendimento do mesmo no cálculo do censo da produção. Suojanen (1954, *apud* VAN STADEN, 2000) sugeriu o conceito de valor adicionado para a medição de renda, como uma forma de gestão, para cumprir o seu dever de contabilidade para os vários grupos de interesse, fornecendo mais informações do que foi possível, a partir da demonstração de resultados e balanço patrimonial. Isso faz dele um dos primeiros autores a usar o conceito de valor adicionado, em termos de contabilidade para os resultados de uma empresa.

Até 2007, no Brasil, a DVA não fazia parte do conjunto de demonstrações contábeis exigidas pela lei societária brasileira. Com a promulgação da Lei 11.638/07, a elaboração e

publicação da referida demonstração tornou-se obrigatória para as companhias abertas como parte das demonstrações contábeis divulgadas ao final de cada exercício. Antes de se tornar obrigatória para as companhias abertas, a DVA era incentivada e sua divulgação apoiada pela CVM, por meio do Parecer de Orientação CVM nº 24/92. Além disso, o CFC também estabeleceu procedimentos para a evidenciação do valor adicionado por parte das companhias, através da NBC T 3.7 – Demonstração do Valor Adicionado.

A DVA tem por objetivo demonstrar o valor da riqueza econômica gerada pelas atividades da empresa como resultante de um esforço coletivo e sua distribuição entre os elementos que contribuíram para a sua criação. Desse modo, a DVA acaba por prestar informações a todos os agentes econômicos interessados na empresa, tais como empregados, clientes, fornecedores, financiadores e governo (IUDÍCIBUS *et al*, 2010).

O valor adicionado pode ser entendido como o valor criado pelas atividades de uma empresa, ou seja, as vendas menos o custo dos insumos consumidos e serviços prestados. O CPC 09 descreve que o valor adicionado representa a riqueza criada pela empresa, de forma geral, medida pela diferença entre o valor das vendas e os insumos adquiridos de terceiros. Inclui também o valor adicionado recebido em transferência, ou seja, produzido por terceiros e transferido à entidade.

Na essência, a DVA apresenta pouca informação nova com relação às já contidas na demonstração do resultado, porém, apresenta as informações em um formato diferente, amplo e detalhado, supostamente mais compreensível pelos usuários. A prioridade da DRE consiste em enfatizar o lucro líquido, que, na DVA, corresponde à parcela do valor adicionado destinada aos detentores do capital. Quanto às demais parcelas do valor adicionado destinadas a empregados, governo e financiadores externos, na DRE, aparecem como despesas.

O tema do valor adicionado, bem como da DVA, vem sendo estudado há muito tempo em vários países. Um estudo realizado por Van Staden (2000) observou que, desde 1954, mais de 150 artigos, livros e relatórios de pesquisa têm sido publicados sobre o tema demonstração do valor adicionado. Artigos que revisaram a literatura sobre a utilidade da DVA incluem os de Evraert e Riahi-Belkaoui (1998) e Van Staden e Vorster (1998).

Van Staden (1998, 2000) e Van Staden e Vorster (1998) examinaram a utilidade percebida ou real da DVA em vários estudos. Em 1998, Van Staden descreveu, em sua pesquisa, que se concentrou nos usuários da DVA na África do Sul, que pouca evidência do uso real da DVA foi encontrada. Além disso, identificou que a DVA apresenta pouca informação nova e, por causa da falta de padronização na sua preparação, está aberta à manipulação e, portanto, tem utilidade duvidosa para os usuários. Tal fato, porém, pode não ser característica do Brasil, uma vez que o Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC 09, além da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras - FIPECAFI, orientam a preparação e disponibilizam um padrão da estrutura da DVA.

Tendo em vista a DVA não ser uma demonstração exigida internacionalmente, poucas pesquisas tem buscado investigar seu conteúdo informacional. No Brasil, após a obrigatoriedade da publicação da DVA, alguns estudos foram realizados, como o de Machado, Macedo e Machado (2011), onde se analisou o conteúdo informacional da DVA no mercado de capitais brasileiro.

Machado, Macedo e Machado (2011) identificaram que a DVA possui conteúdo informacional, pois consegue explicar a variação no preço das ações das empresas pesquisadas. Adicionalmente, os autores verificaram que a relação entre a riqueza criada por ação e o preço mostrou-se significativa, mesmo depois da inclusão das variáveis de controle (patrimônio líquido por ação e lucro líquido por ação). Por fim, os resultados obtidos revelam indícios de que a riqueza criada por ação representa para o mercado de capitais brasileiro uma melhor *proxy* para o resultado da empresa que o próprio lucro líquido por ação.

5. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

5.1. Caracterização da Pesquisa

A presente pesquisa caracteriza-se como empírico-analítica, onde, segundo Martins (2005), apresenta a utilização de técnicas de coleta de dados, tratamento e análise quantitativa e a validação da prova científica buscada através de testes dos instrumentos, grau de significância e sistematização das definições operacionais.

Em relação à abordagem do problema, a pesquisa é caracterizada como quantitativa, uma vez que se utiliza de instrumentos estatísticos para o tratamento e a análise dos dados, na tentativa de entender, por meio de uma amostra, o comportamento de uma população (BEUREN, 2004).

5.2. Composição da Amostra

A amostra estudada é não probabilística, uma vez que se partiu do total de empresas de capital aberto listadas na BMF&BOVESPA, que é um universo naturalmente limitado. Para a composição da amostra, buscou-se identificar o maior número de companhias possível, onde, por necessidades metodológicas, exigiu-se os seguintes critérios:

- apresentasse as informações necessárias no banco de dados da Economática com relação ao Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado e Demonstração do Fluxo de Caixa, no período compreendido de 2008 a 2010;
- apresentasse os dados referentes a Demonstrações do Valor Adicionado no endereço eletrônico da CVM, no período de 2008 a 2010;
- não estivesse classificada como empresa financeira em ambas as bases de dados.

O período analisado, 2008 a 2010, justifica-se, no sentido de que a DFC e a DVA só se tornaram obrigatórias para as companhias abertas, a partir de 2008, e, como os dados foram coletados anualmente, o ano de 2010 foi o último período disponível.

Tendo em vista que os dados foram coletados de dois bancos de dados distintos, Economática e CVM, para garantir que os valores das variáveis estudadas eram convergentes entre as duas bases, procederam-se a comparação do total dos ativos de cada companhia. Dessa forma, observou-se que 14 empresas apresentaram divergências entre os valores e, portanto, foram excluídas da amostra.

As instituições financeiras foram excluídas, com o objetivo de tornar a amostra menos heterogênea, uma vez que tais companhias são de um setor específico, que possui regulação diferenciada, podendo, assim, distorcer os resultados. Após os procedimentos descritos acima, e considerando cada companhia em cada ano como uma observação, a amostra foi composta por 719 observações, compreendendo o período de 2008 a 2010.

5.3. Modelo Econométrico Empregado

Para analisar a aditividade de *value relevance* da DFC e da DVA ao conjunto de demonstrações contábeis, adaptou-se a metodologia de Vishnani e Shah (2008) e Costa e Lopes (2007), onde fez-se uso da regressão linear, conforme equações 1 a 4:

$$MVA_{it} = \alpha_1 + \beta_1 PL_{it} + \beta_2 LL_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$MVA_{it} = \alpha_1 + \beta_1 PL_{it} + \beta_2 LL_{it} + \beta_3 FCO_{it} + \beta_4 FCI_{it} + \beta_5 FCF_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$MVA_{it} = \alpha_1 + \beta_1 PL_{it} + \beta_2 LL_{it} + \beta_3 RC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$MVA_{it} = \alpha_1 + \beta_1 PL_{it} + \beta_2 LL_{it} + \beta_3 FCO_{it} + \beta_4 FCI_{it} + \beta_5 FCF_{it} + \beta_6 RC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Onde,

MVA_{it} = valor de mercado por ação da empresa i um mês após o período de publicação t ;

PL_{it} = patrimônio líquido por ação da empresa i no final do ano financeiro t ;

LL_{it} = lucro após os impostos por ação da empresa i no ano financeiro t ;

FCO_{it} = fluxo de caixa das atividades operacionais por ação para a empresa i no período t ;

FCI_{it} = fluxo de caixa das atividades de investimento por ação para a empresa i no período t ;

FCF_{it} = fluxo de caixa das atividades de financiamento por ação para a empresa i no período t ;

RC_{it} = riqueza criada por ação da empresa i no período t ;

ε_{it} = Erro aleatório (ruído branco) com distribuição normal, média zero e variância constante.

A escolha do valor de mercado um mês após a data da publicação justifica-se, no sentido de que se parte do pressuposto de que um mês após a evidenciação das informações as mesmas já estejam refletidas no preço das ações das empresa (VISHNANI; SHAH, 2008). As *proxies* utilizadas para o Balanço Patrimonial, para a Demonstração de Resultado e para a Demonstração do Fluxo de Caixa já são bastante testadas e difundidas nas pesquisas contábeis, daí a justificativa de tal escolha (COSTA; LOPES, 2007). Ressalta-se que o presente estudo utilizará, além do fluxo de caixa das atividades operacionais, os fluxos de investimento e financiamento. O objetivo é testar se esses últimos dois fluxos são absorvidos pelos usuários e impactam o valor das empresas. Por fim, utilizou-se como *proxy* da Demonstração do Valor Adicionado a riqueza criada. Tal escolha justifica-se, uma vez que essa informação constitui-se em uma das mais importantes para os investidores do mercado de ações e, por isso, tenha potencial de apresentar *value relevance* (MACHADO; MACEDO; MACHADO, 2011).

Como a amostra da pesquisa é composta por empresas de diferentes tamanhos, é provável que se tenha problemas com o efeito escala. Espera-se que empresas com maiores (menores) tamanhos terão, conseqüentemente, maior (menor) valor de mercado, maior (menor) patrimônio líquido e maiores (menores) lucros. Assim, pode-se considerar que o efeito escala é a ampla influência que as grandes empresas têm nas regressões de variáveis contábeis e valores de mercado (LIMA, 2010). Com o objetivo de mitigar o possível efeito escala, deflacionaram-se as variáveis pela quantidade de ações em circulação na data do balanço, isto é, dividiram-se os montantes das variáveis pela quantidade de ações das empresas na data de encerramento do balanço patrimonial (BARTH; CLINCH, 2009).

Como tratamento dos dados, inicialmente, por meio da Equação 1, foi verificado o *value relevance* do conjunto de demonstrações contábeis, neste artigo representado pelo BP e DRE em conjunto. Em seguida, analisou-se a aditividade de *value relevance* de todos os fluxos da DFC ao conjunto de demonstrações contábeis, conforme Equação 2. Da mesma forma, analisou-se a aditividade de *value relevance* da DVA ao conjunto das demonstrações contábeis, por meio da Equação 3. Por fim, analisou-se se a inclusão das duas demonstrações, DFC e DVA, incrementaram *value relevance* ao conjunto de demonstrações contábeis obrigatórias no Brasil, conforme Equação 4.

O procedimento de análise da aditividade de *value relevance* da DFC e da DVA foi feito, primeiramente, por meio da significância dos parâmetros. Em seguida, comparou-se o R^2 ajustado de cada regressão. Adicionalmente, fez-se uso do teste de Wald, para comparação dos modelos.

6. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis da pesquisa. Verifica-se que a média da variável dependente, representada pelo valor de mercado por ação (MVA), em todo período analisado, foi de 20,85, com valor mínimo de 0,00 e máximo de 699,62, bem como um desvio padrão de 47,03. Isso indica que os valores da variável MVA apresentaram uma dispersão elevada. Essa dispersão pode ser considerada normal, pois, embora se tenha excluído as instituições financeiras, a amostra ainda é heterogênea, uma vez que abrange empresas de vários outros setores.

Tabela 1 – Estatística Descritiva

Variáveis	Máximo	Mínimo	Média	Mediana	Desvio Padrão	Observações
MVA	699,62	0,00	20,85	11,06	47,03	719
PL	698,57	-177,48	14,73	6,03	52,32	719
LL	382,03	-129,96	1,77	0,63	16,38	719
FCO	147,94	-71,00	1,92	0,70	8,85	719
FCI	385,55	-126,50	-1,31	-0,66	16,67	719
FCF	508,32	-150,97	1,35	0,00	25,94	719
RC	603,14	-19,64	12,48	4,11	33,29	719

No que diz respeito às variáveis independentes utilizadas, observa-se que as companhias, durante o período de análise, apresentaram em média, fluxo de caixa operacional por ação (FCO) de 1,92, evidenciando que as empresas, durante o período estudado, conseguiram gerar caixa com suas atividades operacionais, implicando, possivelmente, em uma informação positiva para mercado. Já a variável fluxo de caixa de investimentos por ação (FCI) apresentou uma média de - 1,31. Por meio da mediana dessa variável, observa-se que 50% das empresas obtiveram o FCI inferior a -0,66. Isso indica que as companhias, durante o período analisado, têm investido montantes representativos, comparado com o caixa gerado pelas operações. A última *proxy* da DFC, o fluxo de caixa de financiamento por ação (FCF), indicou que as empresas, em média, geraram 1,35 de caixa por ação por meio das atividades de financiamento. Porém, a mediana dessa variável foi de 0,00, indicando que metade das empresas apresentou fluxo de caixa das atividades de financiamento negativo.

A variável riqueza criada por ação (RC) apresentou uma média de 12,48 e uma mediana de 4,11, indicando que metade das companhias da amostra, durante todo período de análise, apresentou o montante de RC acima de 4,11. Caso os investidores já estejam familiarizados com essa demonstração e caso essa possua conteúdo informacional, é de se esperar uma relação positiva com o valor de mercado das empresas.

A Tabela 2 apresenta os resultados da regressão referente à Equação 1, onde buscou-se analisar o *value relevance* do conjunto de demonstrações contábeis sem a inserção da DFC e da DVA. Observa-se que a regressão estimada apresentou significância estatística ao nível de 1%, conforme *p-value* da estatística *F*. Obteve-se um coeficiente de determinação ajustado de 0,50, evidenciando que 50% das variações no valor de mercado das empresas são explicadas pelas variáveis do Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado, PL e LL, respectivamente. Entretanto, a significância das variáveis independentes, observada pela estatística *t*, ao nível de 5%, denotam que apenas o PL apresentou significância estatística. Assim, apenas o balanço patrimonial apresentou *value relevance* e com o sinal esperado. O fato da variável LL, que representou a DRE, não ter apresentado significância estatística pode ter como consequência o fato de a *proxy* utilizada já esteja incorporada no PL das empresas. Outros estudos também diagnosticaram que o LL possui pouco poder explicativo na determinação do preço das ações. Lev (1989) descreve que, embora o lucro pareça ser utilizado por investidores, a extensão da utilidade dos mesmos é muito limitada. O autor justifica esses argumentos com a baixa qualidade do lucro e não em problemas metodológicos ou irracionalidade dos investidores (LOPES, 2002).

Tabela 2 – Resultado da Regressão com o Conjunto de Demonstrações Contábeis sem a DFC e sem a DVA

Painel A				
Variável Explicativa	Coefficiente	Erro padrão*	Estatística <i>t</i>	<i>p</i> -valor
C	6,282	5,030	1,249	0,212
LL	-1,404	1,010	-1,390	0,165
PL	1,547	0,522	2,964	0,003

Painel B			
Descrição	Valor	Descrição	Valor
R ²	0,501	Teste F (Estatística)	360,069
R ² ajustado	0,500	Teste F (<i>p</i> -value)	0,000
Schwarz	11,482	Teste de White (Estatística)	338,736
Akaike	11,463	Teste de White (<i>p</i> -value)*	0,000
Jarque-Bera (estatística)	724758,5	Durbin-Watson***	1,905
Jarque-Bera (<i>p</i> -value)**	0,000	Número de Observações	719

* erros-padrão estimados com correção para heterocedasticidade de White, uma vez que a hipótese nula de variâncias homocedásticas foi rejeitada, ao nível de 5%.

**De acordo com o teorema do limite central e considerando que foram utilizadas 719 observações, o pressuposto da normalidade pode ser relaxado (BROOKS, 2002). Adicionalmente, a correção de White aumenta o erro padrão, diminuindo a estatística *t*, tornando sua estimativa mais robusta.

*** Rejeita-se a hipótese de autorrelação nos resíduos.

Para detectar a presença de multicolinearidade, fez-se uso dos testes FIV (*variance inflation factor*). Obteve-se um FIV de 1,396, para as variáveis LL, PL, concluindo-se pela inexistência de colinearidade (LEVINE; BERENSON; STEPHAN, 2000).

A Tabela 3 evidencia os resultados da regressão referente à Equação 2, onde o objetivo foi verificar se a inclusão da DFC adicionou *value relevance* ao conjunto de demonstrações contábeis. Ao contrário de outras pesquisas, utilizou-se como *proxy* da DFC não só o fluxo de caixa operacional, mas também o fluxo de caixa das atividades de investimento e financiamento, com o intuito de testar se esses fluxos também possuem significância na determinação do valor das empresas.

Observa-se, na Tabela 3, que a regressão estimada apresentou significância estatística ao nível de 1%, conforme *p*-value da estatística *F*. Obteve-se um coeficiente de determinação ajustado de 0,78, evidenciando que 78% das variações nos preços das ações são explicadas pelas variáveis do Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado e Demonstração do Fluxo de Caixa. Entretanto, mais uma vez, a variável LL não apresentou significância estatística. Já a variável PL, novamente apresentou-se significativa, conforme estatística *t*, ratificando que o Balanço Patrimonial possui *value relevance*.

Com relação à inserção da DFC, por meio das *proxies* FCO, FCI e FCF, pode-se destacar que apenas a variável FCF apresentou significância estatística na determinação do valor de mercado das companhias. Essa evidência pode ser sustentada, no sentido de que o caixa das atividades de financiamento é de bastante interesse para os usuários primários das informações contábeis, que, de acordo com o CPC 00 (R1), são investidores e credores, pois fornece informações quanto à obtenção de recursos dos proprietários e o pagamento a estes de retornos sobre seus investimentos, bem como a obtenção de empréstimos junto a credores e a amortização ou liquidação destes (IUDÍCIBUS *et al*, 2010).

Dessa forma, pode-se afirmar que a DFC possui *value relevance* e que o fluxo de caixa das atividades de financiamento mostrou-se mais relevante do que o próprio lucro, pelo menos para as empresas da amostra. Corroborando o estudo de Macedo *et al* (2011), as evidências aqui encontradas suportam que a inclusão da DFC foi benéfica para os usuários da informação contábil no mercado acionário brasileiro, porém a melhor *proxy* foi o FCF, ao contrário de seu estudo, em que a melhor *proxy* foi o FCO.

Para obter evidências ainda mais robustas, no que se refere à aditividade de *value*

relevance da DFC ao conjunto de demonstrações contábeis, realizou-se a comparação dos modelos da Equação 1 com o da Equação 2, que inclui a DFC, por meio do teste de Wald, pois, segundo Heij *et al* (2004), a comparação por meio do referido teste é preferível à comparação por meio do R² Ajustado.

De acordo com o teste de Wald, o modelo da Equação 2 apresentou-se significativamente superior ao modelo da equação 1, ao nível de 5%, cuja estatística *F* foi de 9,779 e o *p-value* de 0,000. Portanto, a DFC proporcionou aditividade de *value relevance* ao conjunto de demonstrações contábeis, por meio da *proxy* FCF.

Tabela 3 – Resultado da Regressão com a inclusão da DFC ao Conjunto de Demonstrações Contábeis

Painel A				
Variável Explicativa	Coefficiente	Erro padrão*	Estatística <i>t</i>	<i>p</i> -valor
C	9,178	3,663	2,505	0,012
PL	0,681	0,276	2,465	0,013
LL	0,900	0,985	0,914	0,361
FCO	0,450	1,100	0,409	0,682
FCI	-0,655	0,794	-0,825	0,409
FCF	2,640	0,915	2,885	0,004
Painel B				
Descrição	Valor	Descrição	Valor	
R ²	0,782	Teste F (Estatística)	513,815	
R ² ajustado	0,781	Teste F (<i>p-value</i>)	0,000	
Schwarz	10,678	Teste de White (Estatística)	712,380	
Akaike	10,640	Teste de White (<i>p-value</i>)*	0,000	
Jarque-Bera (estatística)	589781,2	Durbin-Watson***	1,898	
Jarque-Bera (<i>p-value</i>)**	0,000	Número de Observações	719	

* erros-padrão estimados com correção para heterocedasticidade de White, uma vez que a hipótese nula de variâncias homocedásticas foi rejeitada, ao nível de 5%.

**De acordo com o teorema do limite central e considerando que foram utilizadas 719 observações, o pressuposto da normalidade pode ser relaxado (BROOKS, 2002). Adicionalmente, a correção de White aumenta o erro padrão, diminuindo a estatística *t*, tornando sua estimativa mais robusta.

*** Rejeita-se a hipótese de autorrelação nos resíduos.

Para detectar a presença de multicolinearidade, fez-se uso dos testes FIV (*variance inflation factor*). Obteve-se um FIV de 2,276, 3,358, 4,222, 3,651 e 5,312, para as variáveis PL, LL, FCO, FCI e FCF, concluindo-se pela inexistência de colinearidade (LEVINE; BERENSON; STEPHAN, 2000).

A Tabela 4 apresenta os resultados da regressão referente à Equação 3, que teve por objetivo analisar se a DVA adicionou *value relevance* ao conjunto de demonstrações contábeis. Pode-se verificar que a regressão estimada, assim como as outras, apresentou significância estatística ao nível de 1%, conforme *p*-valor da estatística *F*. O coeficiente de determinação ajustado foi de 0,499, valor inferior ao da Equação 1, que representou o conjunto de demonstrações contábeis sem a DFC e sem a DVA. Isso implica que a inserção da DVA ao conjunto de demonstrações contábeis não adicionou conteúdo informacional.

Nesse sentido, ao verificar o *p*-valor da estatística *t* para a variável RC, observa-se que a mesma foi maior que 5%, logo a DVA não apresentou significância estatística na determinação do valor de mercado das empresas estudadas, conseqüentemente, não adicionou *value relevance* ao conjunto de demonstrações contábeis. Tal evidência pode ser explicada, supostamente, no sentido de que a DVA acrescenta pouca informação às já contidas na Demonstração do Resultado, que também não foi significativa, apenas apresenta em um formato diferente, amplo e detalhado ao comparar, portanto, com a DRE.

Tabela 4 – Resultado da Regressão com a inclusão da DVA ao Conjunto de Demonstrações Contábeis

Painel A				
Variável Explicativa	Coefficiente	Erro padrão*	Estatística <i>t</i>	<i>p</i> -valor
C	6,271	5,025	1,247	0.212
PL	1,546	0,522	2,961	0.003
LL	-1,404	1,010	-1,389	0.165
RC	0,000	0,000	0,259	0.795
Painel B				
Descrição	Valor	Descrição	Valor	
R ²	0,501	Teste F (Estatística)	239,712	
R ² ajustado	0,499	Teste F (<i>p-value</i>)	0,000	
Schwarz	11,491	Teste de White (Estatística)	353,786	
Akaike	11,465	Teste de White (<i>p-value</i>)*	0,000	
Jarque-Bera (estatística)	724783,0	Durbin-Watson***	1,905	
Jarque-Bera (<i>p-value</i>)**	0,000	Número de Observações	719	

* erros-padrão estimados com correção para heterocedasticidade de White, uma vez que a hipótese nula de variâncias homocedásticas foi rejeitada, ao nível de 5%.

**De acordo com o teorema do limite central e considerando que foram utilizadas 719 observações, o pressuposto da normalidade pode ser relaxado (BROOKS, 2002). Adicionalmente, a correção de White aumenta o erro padrão, diminuindo a estatística *t*, tornando sua estimativa mais robusta.

*** Rejeita-se a hipótese de autorrelação nos resíduos.

Para detectar a presença de multicolinearidade, fez-se uso dos testes FIV (*variance inflation factor*). Obteve-se um FIV de 1,396, 1,397 e 1,001, para as variáveis PL, LL e RC, concluindo-se pela inexistência de colinearidade (LEVINE; BERENSON; STEPHAN, 2000).

Por fim, a Tabela 5 evidencia os resultados da regressão da Equação 4, onde o objetivo foi avaliar a aditividade de *value relevance* da DFC e da DVA, juntas, ao conjunto de demonstrações contábeis. Inicialmente, observa-se que o modelo estimado é significativo ao nível de 1%, conforme *p*-valor da estatística *F*. Entretanto, o R² Ajustado apresentou-se idêntico ao do modelo em que se inseriu apenas a DFC ao conjunto de demonstrações. Isso é explicado pelo fato da DVA não ter apresentado significância estatística na determinação do valor de mercado das empresas. Desse modo, descarta-se a necessidade de aplicação do teste de Wald, uma vez que o R² Ajustado não se alterou.

Tabela 5 – Resultado da Regressão com a inclusão da DFC e da DVA ao Conjunto de Demonstrações Contábeis

Painel A				
Variável Explicativa	Coefficiente	Erro padrão*	Estatística <i>t</i>	<i>p</i> -valor
C	9,160	3,658	2,503	0.012
PL	0,681	0,276	2,463	0.014
LL	0,900	0,986	0,913	0.361
FCO	0,450	1,100	0,408	0.682
FCI	-0,655	0,794	-0,825	0.409
FCF	2,640	0,915	2,883	0.004
RC	0,000	0,000	0,470	0.638
Painel B				
Descrição	Valor	Descrição	Valor	
R ²	0,782	Teste F (Estatística)	427,585	
R ² ajustado	0,780	Teste F (<i>p-value</i>)	0,000	
Schwarz	10,687	Teste de White (Estatística)	712,563	
Akaike	10,643	Teste de White (<i>p-value</i>)*	0,000	
Jarque-Bera (estatística)	589763,5	Durbin-Watson***	1,898440	
Jarque-Bera (<i>p-value</i>)**	0,000	Número de Observações	719	

* erros-padrão estimados com correção para heterocedasticidade de White, uma vez que a hipótese nula de variâncias homocedásticas foi rejeitada, ao nível de 5%.

**De acordo com o teorema do limite central e considerando que foram utilizadas 719 observações, o

pressuposto da normalidade pode ser relaxado (BROOKS, 2002). Adicionalmente, a correção de White aumenta o erro padrão, diminuindo a estatística *t*, tornando sua estimativa mais robusta.

*** Rejeita-se a hipótese de autorrelação nos resíduos.

Para detectar a presença de multicolinearidade, fez-se uso dos testes FIV (*variance inflation factor*). Obteve-se um FIV de 2,276, 3,359, 4,222, 3,652, 5,312 e 1,001, para as variáveis PL, LL, FCO, FCI, FCF e RC, concluindo-se pela inexistência de colinearidade (LEVINE; BERENSON; STEPHAN, 2000).

Portanto, as evidências empíricas observadas sustentam que apenas a Demonstração do Fluxo de Caixa, usando como *proxy* o FCF, adicionou *value relevance* ao conjunto de demonstrações contábeis. Tal resultado diverge da pesquisa de Vishnani e Shah (2008), onde verificaram que a DFC não incrementou *value relevance* ao conjunto de demonstrações obrigatórias na Índia. Com relação à Demonstração do Valor Adicionado, pôde-se observar que a mesma não apresentou significância estatística na determinação do valor de mercado das empresas, isto é, não possuem *value relevance*, pelo menos com a *proxy* utilizada, a amostra e o período estudado, resultado contrário ao obtido por Machado, Macedo e Machado (2011). Ressalta-se que, no trabalho de Machado, Macedo e Machado (2011), a variável riqueza criada foi obtida junto à Fipecafi, enquanto, neste trabalho, a referida variável foi coletada da CVM.

7. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como visto na literatura, as pesquisas que focam no *value relevance* das informações contábeis objetivam analisar se determinadas informações explicam, em parte, o preço das ações das empresas. Dessa forma, a presente pesquisa buscou analisar se a DFC e a DVA, inseridas ao conjunto de demonstrações contábeis desde o exercício findo em 2008, por exigência das mudanças legais trazidas pela Lei 11.638/07, adicionou *value relevance* ao conjunto de demonstrações contábeis, aqui representado pelo balanço patrimonial (PL) e demonstração do resultado (LL).

O estudo foi conduzido no período compreendido de 2008 a 2010, onde se analisou, inicialmente, a relação entre o valor de mercado com o PL e o LL, representando o conjunto de demonstrações. Em seguida, adicionou-se ao conjunto de demonstrações a DFC e a DVA, individualmente, e, por último, juntas, a fim de verificar o *value relevance* adicional dessas duas demonstrações ao conjunto.

As evidências empíricas sustentam que a inserção da DFC ao conjunto de demonstrações contábeis trouxe um acréscimo de *value relevance*, isto é, houve uma melhora de mais de 20% no R² Ajustado no modelo em que se inseriu a DFC. Outro ponto que merece destaque é que, dentre as três *proxies* utilizadas para a DFC, apenas o fluxo de caixa das atividades de financiamento apresentou significância estatística na determinação do valor de mercado das companhias, resultado que diverge da pesquisa de Macedo *et al* (2011), em que a *proxy* significativa foi o FCO, e do estudo de Vishnani e Shah (2008), que constataram que a DFC não possui conteúdo informacional para o mercado indiano.

Outro ponto que merece destaque é que grande parte das pesquisas que estudou o conteúdo informacional da DFC limitou-se a analisar o fluxo de caixa operacional como *proxy*, entretanto, os resultados do presente estudo mostraram que o fluxo de caixa das atividades de financiamento também possui *value relevance*, apresentando-se, ainda, como melhor *proxy* na determinação do valor de mercado das empresas do que o próprio lucro.

Com relação à inclusão da DVA ao conjunto de demonstrações, verificou-se que a mesma não apresentou significância estatística na explicação do valor de mercado das empresas e, conseqüentemente, não adicionou *value relevance* ao conjunto de demonstrações contábeis. Ao testá-la juntamente com a DFC, os parâmetros da regressão com relação à *proxy* da DVA (RC) não se alterarão, ou seja, mesmo em conjunto com a DFC, a DVA não

incrementou *value relevance* ao conjunto de demonstrações contábeis. Supostamente, as informações da DVA não acrescentam conteúdo novo, além dos já apresentados pela demonstração do resultado, ou os investidores ainda não se familiarizaram com tal demonstrativo.

Portanto, a presente pesquisa demonstrou a relevância da informação contábil para o mercado de capitais, bem como a importância da inserção de outras informações por meio de novas demonstrações financeiras para os usuários das mesmas, onde tais evidências foram refletidas no preço das ações das empresas estudadas. Contudo, os resultados aqui apresentados estão delimitados ao período de 2008 a 2010, à amostra estudada e às *proxies* utilizadas.

REFERÊNCIAS

ALI, A. The incremental information content of earnings, working capital from operations and cash flows”, *Journal of Accounting Research*, v.32, 1994.

AMIR, E.; HARRIS, T.S.; VENUTI, E.K. “ A Comparison of the Value Relevance of U.S.versus non-U.S. GAAP Accounting measures using Forms 20-F reconciliations” *Journal of Accounting Research*, n.31, 1993.

BALL, R.; BROWN, P. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, v.6, p. 159–177, 1968.

BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; HAND, J. R. M.; LANDSMAN, W. R. Accruals, cash flows and equity values. *Review of Accounting Studies*, v.3, 1999.

BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. The relevance oh the value relevance literature for finance accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*,v.31, p. 77-104, 2001.

BARTH, M. E.; CLINCH, G. Scale effects in capital markets-based accounting research. *SSRN WORKING PAPER*, 2009. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=201228. Acesso em: 22 nov 2011.

BEAVER, W. The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, v.6, p. 67–92, 1968.

BELKAOUI, A. *The new environment in international accounting*. Quorum Books, 1998.

BEUREN, I. M. (Org.). *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática*. São Paulo: Atlas, 2004.

BOWEN, R. M.; BURGSTHALER, D.; DALEY, L. A. The incremental information content of accrual versus cash flow. *The Accounting Review*, v.62, n.4, 1987.

BRASIL. *Lei n.º. 11.638, de 28 de dezembro de 2007*. Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras.

BRASIL. *Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br>. Acesso em: 20 nov 2011.

BRASIL. *Medida Provisória n.º 449, de 3 de dezembro de 2008*. Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários, concede remissão nos casos em que especifica, institui regime tributário de transição, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.receita.fazenda.gov.br>. Acesso em: 20 nov 2011.

BROOKS, C. *Introductory econometrics for finance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2002.

BROWN, S.; LO, K.; LYS, T. Use of R2 in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades. *Journal of Accounting and Economics*, v.28, p. 83-115, 1999.

CHARITOU, A.; CLUBB, C.; ANDREOU, A. The value-relevance of earnings and cash flows: empirical evidence for Japan. *Journal of International Financial Management and Accounting*, v.11, n.1, 2000.

CHENG, C.S.A.; YANG, S.S.M. The Incremental Information Content of Earnings and Cash Flows from Operations affected by their extremity. *Journal of Business Finance & Accounting*, v.30, 2003.

COLLINS, D.; MAYDEW, E. L.; WEISS, L. Changes in the value relevance of earnings and book value over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, v.24, p. 39-67, 1997.

COSTA, F. M.; LOPES, A. B. Ajustes aos US-GAAP: estudo empírico sobre sua relevância para empresas brasileiras com ADRs negociadas em bolsa de Nova Iorque. *Revista Contabilidade & Finanças*, Edição 30 anos de Doutorado, p. 45-57, 2007.

CUNHA, J. V. A. *Demonstração contábil do valor adicionado – DVA – um instrumento de mensuração da distribuição da riqueza das empresas para os funcionários*. 2002. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

CUNHA, J. V. A.; RIBEIRO, M. S.; SANTOS, A. A demonstração do valor adicionado como instrumento de mensuração da distribuição da riqueza. *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, v.16, n.37, p. 7-23, 2005.

DECHOW, P. M. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: the role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics*, v.18, 1994.

EVRAERT, S., RIAHI-BELKAOUI, A. Usefulness of value added reporting: a review and synthesis of the literature. *Managerial Finance*, v.24, p.1-15, 1998.

FAMA, E. F. Efficient markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, v.25, n.2, p. 383-417, 1970.

FELTHAM, G. A.; OHLSON, J. A. Uncertainty resolution and the theory of depreciation

measurement. *Journal of Accounting Research*, v.34, n.2, p. 209-234, 1996.

FELTHAM, G. A.; OHLSON, J. A. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research*, v. 11, n. 2, p. 689-731, Spring 1995.
FOSTER, G. *et al* *Financial Statement Analysis*. 2. Ed. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1986.

HEIJ, C., *et. al.* *Econometric Methods with applications in Business and Economics*. Oxford: Oxford University Press, 2004.

HENDRIKSEN, E. S.; BREDÁ, M. F. Van. *Teoria da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 1999.

HOULTHAUSEN, R. W.; WATTS, R. L. The relevance of value relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, v.31, p. 3-75, 2001.

IUDÍCIBUS, S.; LOPES, A. B. *Teoria avançada da contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2004.

IUDÍCIBUS, S., *et. al.* *Manual de Contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades*. São Paulo: Atlas, 2010.

LEV, B. On the usefulness of earnings and earnings research: lesson and directions from two decades of accounting research. *Journal of Accounting Research Supplement*, p. 153–192, 1989.

LIMA, J. B. N. *A relevância da informação contábil e o processo de convergência para as normas IFRS no Brasil*. São Paulo, 2010. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

LOPES, A. B. *A informação contábil e o mercado de capitais*. São Paulo, Pioneira Thomson Learning, 2002.

LOPES, A. B. *A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à BOVESPA*. 2001. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

MACEDO, M. A, *et. al.* Análise do impacto da substituição da DOAR pela DFC: um estudo sob a perspectiva do value-relevance. *Revista Contabilidade & Finanças*, v.22, n.57, p. 1-20, 2011.

MACHADO, M. A. V.; MACEDO, M. A.; MACHADO, M. R. *Análise do conteúdo informacional da DVA no mercado de capitais brasileiro*. In: 11º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2011, São Paulo/SP. 11 Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2011.

MALACRIDA, M. J. C. 2009. *A relevância do lucro líquido versus fluxo de caixa operacional para o mercado de ações brasileiro*. São Paulo, 2009. Tese (Doutorado em

Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

MARTINS, G. A.. *Estatística geral e aplicada*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

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

RAYBURN, J. The association of operating cash flow and accruals with security returns. *Journal of Accounting Research*, v. 24, Supplement, 1986.

SLOAN, R. G. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review*, v.71, n. 3, 1996.

VAN STADEN, C. *The value added statement: bastion of social reporting or dinosaur of financial reporting?* (Discussion Paper Series, 200.) Palmerston North, NZ: School of Accountancy, Massey University, 2000.

VAN STADEN, C.J.; VORSTER, Q. The usefulness of the value added statement: a review of the literature. *Meditari Accountancy Research*, v. 6, p.337-351, 1998.

VISHNANI, S.; SHAH, B. Kr. Value Relevance of Published Financial Statements -with Special Emphasis on Impact of Cash Flow Reporting. *International Research Journal of Finance and Economics*, v. 17, 2008.