

VINTE ANOS DA RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL NO BRASIL

Alfredo Sarlo Neto

Doutor em Ciências Contábeis
Universidade Federal do Espírito Santo
Av. Fernando Ferrari, 514, Goiabeiras | Vitória - ES - CEP 29075-910
supersarloneto@gmail.com
(27) 4009-2757

Rafael de Lacerda Moreira

Mestre em Ciências Contábeis
Universidade Federal do Espírito Santo
Av. Fernando Ferrari, 514, Goiabeiras | Vitória - ES - CEP 29075-910
rafael.l.moreira@ufes.br / moreiracco@yahoo.com.br
(27) 4009-2971

André Luis Milagres Fernandes

Mestre em Ciências Contábeis
Universidade Federal do Espírito Santo
Av. Fernando Ferrari, 514, Goiabeiras | Vitória - ES - CEP 29075-910
andreluis.fernandes@gmail.com
(27) 4009-2971

José Elias Feres de Almeida

Doutor em Ciências Contábeis
Universidade Federal do Espírito Santo
Av. Fernando Ferrari, 514, Goiabeiras | Vitória - ES - CEP 29075-910
joseelias@ccje.ufes.br
(27) 4009-7700

RESUMO

Este estudo procura investigar a evolução da relevância informacional do lucro contábil e do patrimônio líquido durante os últimos 20 anos. A metodologia utilizada foi baseada no estudo desenvolvido por Collins, Maydew e Weiss (1997). A amostra de trabalho foi formada pelas empresas negociadas na BM&FBOVESPA no período de 1990-2009. De forma a mitigar o impacto de eventos macroeconômicos, a evolução da relevância foi analisada em três janelas diferentes: integral (1990-2009), pós-plano real (1995-2009) e pós-crise cambial (1999-2009). As evidências encontradas indicam um decréscimo na relevância do lucro e do valor patrimonial na avaliação do preço das ações pelos investidores quando analisadas em conjunto. Quando analisadas de forma separada, a relevância informacional do lucro foi pequena durante a maior parte do período estudado, porém, com tendência de crescimento a partir de 2004. O valor patrimonial, por sua vez, apresentou relevância informacional maior que o Lucro na maior parte do tempo, mas, com tendência de decréscimo.

Palavras-chave: *Value Relevance*; Informações Contábeis; Mudanças Macroeconômicas.

Área Temática: Mercados Financeiro, de Crédito e de Capitais.

1 INTRODUÇÃO

A utilidade das demonstrações contábeis depende da relevância das informações que são divulgadas aos usuários, que pode ser determinada pela diferença do nível de incerteza do usuário antes e depois de receber a mensagem. Kam (1986) explica que informações contábeis são relevantes para a decisão se puderem reduzir as incertezas acerca das variáveis no processo de decisão, ajudando-os a fazer previsões sobre o resultado de eventos presentes ou futuros ou confirmando ou corrigindo expectativas anteriores.

As pesquisas que buscam investigar a relevância da informação contábil são denominadas estudos de “*value relevance*”, de tal modo, uma informação contábil é considerada relevante se ela estiver associada com os valores de mercado da empresa, isto é, se as mesmas estiverem refletidas no preço das ações.

Segundo Kothari (2001) alguns dos estudos desta natureza procuram verificar as variações de relevância da informação contábil advindas de mudanças de normas contábeis, ambientes econômicos e sistemas legais (*Common Law* ou *Code Law*).

Devido a sua importância para a pesquisa positiva em contabilidade, a relação entre o lucro contábil e os preços das ações foi extensamente estudada nos mercados desenvolvidos. No Brasil, esta relação começou a ser analisada e foi possível encontrar evidências indicando que os preços reagem à divulgação das informações contábeis (LOPES, 2001). Entretanto, observou-se que grupos de ações com determinadas características registram reações diferentes, tanto em magnitude, como em direção.

Collins, Maydew e Weiss (1997) observaram, para o período de 1953 a 1993, que a relevância do resultado contábil e do valor patrimonial, analisados de forma conjunta, como variáveis explicativas na avaliação de empresas no mercado de capitais americano, aumentou ligeiramente. Porém, quando analisadas separadamente a relevância do lucro diminuiu enquanto a do valor patrimonial aumentou.

Considerando todas as mudanças econômicas ocorridas no Brasil nos últimos vinte anos, há de se esperar alguns impactos na relevância das informações contábeis no mercado de capitais brasileiro. Em um passado não distante a economia brasileira passou por períodos de alta inflação que não permitia que o mercado de capitais funcionasse com eficiência e não se desenvolvesse. Ainda, a abertura da economia brasileira em 1990, culminando com a implantação do Plano Real em 1994, devem ter gerado mudanças na relevância contábil.

Considerando ainda, as altas taxas de juros do início da década de 90, a crise cambial de 1999, a implementação dos índices de governança corporativa da Bovespa em 2001, a adoção das normas internacionais de contabilidade, a crise do Subprime, entre outros fatores que, de certo modo, influenciaram e influenciam o mercado de capitais brasileiros, a justificativa desse trabalho se dá pela sua originalidade na literatura brasileira, onde se torna proeminente realizar estudos que tenham como foco a discussão dos impactos trazidos pelas várias mudanças econômicas ocorridas nos últimos anos. Portanto, a questão de pesquisa consiste em investigar: qual a evolução da relevância das informações contábeis divulgadas pelas empresas brasileiras nas últimas duas décadas?

O objetivo do estudo consiste em verificar a evolução da relevância do resultado contábil e do valor patrimonial no preço das ações das empresas brasileiras nos últimos vinte anos utilizando a metodologia proposta por Collins, Maydew e Weiss (1997).

O trabalho está dividido da seguinte maneira: após esta introdução, o capítulo 2 presta-se a revisão da literatura; no capítulo 3 descreve-se a metodologia, a operacionalização da pesquisa e os modelos econométricos; na seção 4 os resultados são analisados e, por fim, na seção 5 apresentam-se as considerações finais do estudo.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Relevância da informação contábil

O CPC (2011) considera a Relevância como característica qualitativa fundamental da informação contábil, em que é capaz de fazer diferença nas decisões que possam ser tomadas pelos usuários. A informação pode ser capaz de fazer diferença em uma decisão mesmo no caso de alguns usuários decidirem não a levar em consideração, ou já tiver tomado ciência de sua existência por outras fontes.

Várias pesquisas foram desenvolvidas sobre o valor informativo da contabilidade para os usuários dessas informações, seja no mercado de capitais, seja nas próprias empresas. A popularização da pesquisa empírica abordando a Contabilidade e o mercado de capitais teve início com o trabalho de Ball e Brown (1968), onde investigaram se havia relação empírica entre o lucro contábil e o preço das ações. Outros estudos foram desenvolvidos por Beaver, Lambert e Morse (1980); Kothari e Sloan (1992) Ohlson (1995), este último que, desenvolveu o arcabouço conceitual e matemático de que o valor de uma empresa é uma função do patrimônio líquido mais as parcelas do lucro residual.

Sobre essa temática, Beaver (1968) demonstra que o preço das ações e o volume negociado reagem fortemente à informação contábil, principalmente na semana dos anúncios, no entanto, descreve que os preços das ações parecem antecipar o comportamento do lucro devido a fontes mais rápidas do que a Contabilidade por utilizar um conjunto de informações disponíveis ao mercado que não necessariamente ainda está evidenciado na Contabilidade.

No Brasil, trabalhos como o de Lopes (2001), Sarlo Neto (2004), Costa, Lopes e Costa (2006), também abordaram a relação existente entre a Contabilidade e Mercado de Capitais. Em geral, esses pesquisadores investigaram os preços das ações e sua relação com os lucros contábeis, e a relação entre preço das ações e impacto das informações contábeis.

Para Hendriksen e Breda (1999) uma das características do lucro é sua provável capacidade de predição, onde os investidores podem estar interessados no lucro de hoje para predição de lucros e dividendos futuros, bem como, para predição do preço das ações. Sendo assim, um dos aspectos cruciais da pesquisa sobre o impacto de informações contábeis no mercado de capitais é a determinação do conteúdo informacional dos dados de lucro.

Ohlson (1995) desenvolveu um modelo onde o Patrimônio Líquido e os lucros contábeis são complementares na formação do valor de mercado da empresa. Lundholm (1995) ressalta que o trabalho de Ohlson (1995) resgata o papel da contabilidade aos estudos de finanças, pois oferece uma representação descritiva da contabilidade e do processo de avaliação de empresas.

Utilizando o arcabouço desenvolvido nas pesquisas anteriores, Collins, Maydew e Weiss (1997) investigaram, para o período de 1953 a 1993, se existiram mudanças significantes na relevância do resultado contábil e do valor patrimonial como variáveis explicativas na avaliação de empresas americanas.

A investigação foi motivada, pois, para Collins, Maydew e Weiss (1997), parecia haver uma impressão generalizada de que as demonstrações contábeis perderam relevância, sob a perspectiva do acionista, por causa de mudanças radicais na economia norte-americana. A mudança de uma economia industrializada para uma economia de alta tecnologia, em que, as empresas detinham maior índices de intangíveis gerou essa impressão.

Para Collins, Maydew e Weiss (1997), outro importante fator que influenciaria a redução da relevância informacional da contabilidade seria a entrada de novas empresas menores no mercado acionário. A justificativa dada por eles era que essas empresas apresentavam maior volume de itens transitórios no resultado, por serem mais conservadoras, porém, ferindo a neutralidade da informação que o lucro poderia fornecer. Além disso, argumentavam que o valor dessas empresas era impulsionado mais pelo seu potencial futuro de crescimento dos lucros (lucro anormal) do que pelos resultados atuais.

Essas justificativas podem ser fortalecidas pelos resultados de Hayn (1995), onde mostram que as empresas menores são mais propensas a relatar perdas do que empresas maiores, isto é, são mais conservadoras. Resultados dessa natureza foram encontrados por Moreira, Colauto e Amaral (2010) em empresas brasileiras.

Além disso, estudos realizados por Elliott e Hanna (1996), e Hayn (1995) sugerem que os resultados negativos e os itens não recorrentes no resultado podem afetar adversamente o valor da relevância informacional do lucro. Esses estudos também descobriram que, em anos recentes, as empresas têm cada vez mais, maior probabilidade de relatar resultados negativos e itens não recorrentes no lucro, o que também sugere um declínio no valor de relevância dos resultados ao longo do tempo.

Apesar da argumentação, os resultados encontrados por Collins, Maydew e Weiss (1997) revelaram que a relevância combinada do lucro e do valor patrimonial não diminuiu, por outro lado, aumentou ligeiramente. Analisaram, também, a variável Lucro e a variável Valor Patrimonial, separada uma da outra, e encontraram resultados que consideram uma diminuição no valor de relevância do Lucro e um aumento na relevância do valor patrimonial.

Como, em partes, os resultados contrariaram suas expectativas, Collins, Maydew e Weiss (1997) buscaram entender os motivos no trabalho de Hayn (1995), em que sugerem que o valor patrimonial assume importância crescente em relação aos lucros quando os lucros são negativos, ou que contenham grandes componentes transitórios e não recorrentes.

A relevância da informação fornecida pela contabilidade é um ponto que gera interesse também pelos pesquisadores brasileiros. Lopes (2001) apresenta provas da relevância do lucro e do valor patrimonial das empresas brasileiras, mas com baixo poder preditivo, embora estatisticamente significativos. Os seus resultados apontam que as variáveis contábeis são mais relevantes para empresas que utilizam maior nível de tecnologia e intangíveis, contrariando os resultados esperados pela literatura, que afirmam que a informação contábil dessas empresas perde relevância pela não mensuração de intangíveis.

Antunes e Mendonça (2008) analisaram o impacto da adesão aos níveis de governança da Bovespa nas características qualitativas da informação contábil: oportunidade, conservadorismo e relevância, em que, identificaram que as empresas que aderiram aos níveis de governança apresentaram informações contábeis mais relevantes.

Silva, Macedo e Marques (2010) indicam que as informações contábeis Lucro Líquido, Fluxo de Caixa Operacional e EBITDA de empresas do Setor Brasileiro de Energia Elétrica são relevantes para o mercado de capitais. Santos *et al* (2008) utilizaram metodologia semelhante, porém focando o impacto do endividamento na relevância do PL e Lucro no Brasil e Estados Unidos.

Considerando as mudanças por qual passou a economia brasileira nos últimos vinte anos, considerando ainda, que e os resultados de pesquisas anteriores ainda não sanaram todas as discussões existentes sobre o tema, justifica-se a importância dessa pesquisa.

2.2 Fatores econômicos que favorecem tanto a relevância como a irrelevância da informação contábil

Para o *Financial Accounting Standards Board* – FASB (1978) o processo de divulgação deve proporcionar informações que auxiliem investidores e credores, presentes e futuros, bem como outros usuários, a determinar os níveis, a distribuição no tempo e a incerteza de possíveis recebimentos de dividendos ou juros em dinheiro, bem como o resultado da venda, do resgate, ou do vencimento de títulos ou empréstimos. A principal preocupação da divulgação de informações contábeis é subsidiar o processo de avaliação de desempenho econômico-financeiro com base em medidas de lucro e seus componentes

Segundo Beaver (1998) algumas conclusões importantes podem ser resumidas a partir de trabalhos empíricos realizados nos últimos 30 anos: (1) existe forte correlação positiva

entre variações nos preços de ações de empresas negociadas em bolsas de valores e a respectiva variação no lucro contábil. Essa correlação não é perfeita, visto que o mercado reage como se parte da flutuação das empresas fosse devida a aspectos transitórios e não permanentes; (2) os métodos e práticas contábeis das empresas parecem influenciar nas decisões dos investidores; (3) os preços das ações parecem considerar tanto o fluxo de caixa como o lucro; (4) os preços das ações parecem antecipar o comportamento do lucro devido a fontes mais rápidas do que a Contabilidade.

O mercado de capitais brasileiro passa, atualmente, por um crescimento que instiga a análise da relevância da informação contábil, pois o aumento do número de empresas, número de investidores e de intermediários financeiros gera, conseqüentemente, um aumento no número de usuários da informação contábil.

Entretanto, para chegar a esse patamar, o mercado acionário brasileiro passou por grandes mudanças. Vindo de uma ditadura militar, os anos 90s foram caracterizados por amplas transformações na economia brasileira, geradas principalmente pela liberalização comercial e financeira e também pela implementação de políticas de estabilização. A poupança externa foi atraída, bem como barreiras tarifárias e não tarifárias foram reduzidas. Vários planos de estabilização da moeda foram tentados, tendo sido o Plano Real, implementado em 1994, o único a conseguir conter o ritmo da inflação após várias décadas de perturbações.

Para Anjos (2002) o Plano Real foi uma complexa engenharia de combate à inflação, baseado que foi no ajuste fiscal (novamente provisório), na indexação plena da economia a uma unidade de conta, a Unidade Real de Valor, que alinhou os preços relativos, e na reforma monetária. Além disso, também foi fundamental a aceleração do processo de abertura e a valorização do real, em relação ao dólar, no início do plano, que ampliou a oferta de bens importados, pressionando, para baixo, os preços internos.

Segundo INI (2010) esse foi um fator importante para o crescimento do mercado de capitais, uma vez que esse se desenvolve melhor em economias estáveis, sem inflação e com baixas taxas de juros. Lembra ainda que, no período de alta inflação, a população não poupava e quando o fazia, preferiam investir seus recursos em imóveis, por serem ativos mais seguros.

Murta, Brasil e Samohyl (2003) afirmam que o sucesso da estabilização foi contrabalançado por problemas de outra natureza. O agravamento da situação fiscal do setor público, o aumento do desemprego e a deterioração da conta corrente são exemplos claros disso. Tais problemas, por sua vez, acabaram por levar à ruptura do regime cambial prevalecente e à substituição da presidência do Banco Central em janeiro de 1999.

Para os autores supracitados, embora possa se afirmar que a deterioração dos fundamentos macroeconômicos tenha evidenciado a fragilidade do regime cambial no período e levado ao seu eventual colapso em 1999, eventos externos colaboraram em demasia para tanto, em particular a crise “Tequila”, a crise do Leste da Ásia e a crise da Rússia. Esta última, irrompida em agosto de 1998 com a moratória das obrigações públicas e privadas do país, acabou por gerar uma crise de confiança no mercado acerca da credibilidade dos países emergentes, conduzindo a uma fuga maciça de capitais da economia brasileira. Tal fato acabou minando a capacidade do governo de sustentar o regime cambial prevalecente, levando à crise em janeiro de 1999.

Assim, em janeiro de 1999 o regime de câmbio flutuante foi instituído pelo Banco Central do Brasil, em substituição ao regime de bandas cambiais, após o ataque especulativo que, nos meses anteriores provocou uma forte perda de reservas e levou o Brasil a pedir um socorro financeiro junto ao FMI. A partir daí, coube ao mercado a definição da taxa de câmbio e o Banco Central reservou-se intervir, ocasionalmente de forma limitada, somente com o objetivo de conter movimentos desordenados (PRATES, CUNHA e LELIS, 2008).

Resende (2006) argumenta que, sob livre mobilidade de capitais, o câmbio flexível foi o responsável por absorver os choques exógenos, sem gerar alteração de reservas, permitindo autonomia da política monetária, tornando o país menos suscetível a crises cambiais e ataques especulativos e permitindo que o Banco Central desempenhe a função de emprestador de última instância e regulador da liquidez na economia. De fato, houve uma redução acelerada nos riscos para quem aplica no Brasil, o que se refletiu no aumento dos investimentos.

Nesse ponto de vista, espera-se que as informações geradas pela contabilidade ganhem importância na tomada de decisões de investimento, bem como apresentem qualidade, sendo transparentes e confiáveis. Com essa preocupação, a Bovespa criou, no final de 2000, listagens específicas (Novo Mercado e Governança corporativa Nível 1 e Nível 2) para empresas que, voluntariamente, aderissem a compromissos de respeito aos acionistas minoritários e de transparência na divulgação das informações da companhia.

Para a Bovespa (2011), governança corporativa é um esforço para alinhar os objetivos dos administradores com os interesses dos acionistas. As companhias listadas nesses segmentos se comprometem a realizar melhorias nas práticas de governança corporativa, ampliando os direitos dos acionistas minoritários e aumentando a transparência das informações divulgadas ao mercado. De regra, as empresas que aderirem os níveis de governança se propõem a divulgar mais informações e com maiores detalhes que as empresas do mercado tradicional.

Por outro lado, existem fatores no Brasil que favorecem a irrelevância das informações contábeis como variável explicativa do valor de mercado das companhias. Lima (2011) destaca que, a qualidade da informação contábil depende, não apenas, das normas usadas em determinado país, mas também de fatores institucionais, como o estágio de desenvolvimento do mercado de capitais, a estrutura de capital das empresas, a concentração da propriedade e o sistema tributário vigente. Assim, se as empresas usam pouco o mercado para se financiar, elas têm menos incentivo para divulgar suas informações com melhor qualidade. Se a contabilidade societária é a mesma usada para fins fiscais, as companhias podem tentar usar artifícios para reduzir o lucro - ainda que a operação vá bem -, para pagar menos impostos.

3 METODOLOGIA

Esta seção apresentará a estrutura do procedimento metodológico adotado neste estudo exploratório, bem como, o processo de seleção do período e suas janelas para análise e a amostra utilizada. Também discute os modelos e as hipóteses do estudo. O estudo parte da perspectiva da informação (*information approach*), fator que condiciona que variáveis contábeis podem possuir relação com o preço das ações (LOPES, 2001).

De acordo com o objetivo proposto, de analisar a relevância da informação contábil no mercado de capitais brasileiro, e, de forma a mitigar o impacto de eventos macroeconômicos, a evolução da relevância foi analisada em três janelas diferentes: integral (1990-2009), pós-plano real (1995-2009) e pós-crise cambial (1999-2009), como pode ser observado na Figura 1 a seguir:

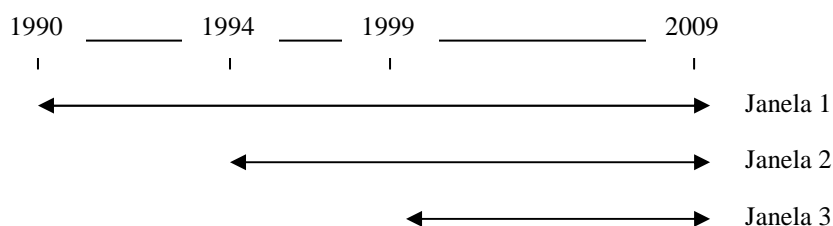


Figura 1. Janelas de Tempo

3.1 Apresentação dos modelos econométricos do estudo

Considerando a metodologia empregada por Collins, Maydew e Weiss (1997), este trabalho utilizará o modelo proposto por Ohlson (1995) que contempla o Patrimônio Líquido e os resultados contábeis, onde são complementares na formação do valor de mercado da empresa. Nesse modelo o valor da ação da companhia pode ser expresso como uma função entre o Lucro por Ação e o Valor Patrimonial da Ação.

Com a finalidade verificar o poder de explicação das variáveis, LPA e VPA, Collins, Maydew e Weiss (1997) utilizam as equações (1), (2) e (3).

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1.LPA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1.VPA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1.LPA_{i,t} + \alpha_2.VPA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Para as equações (1) a (3):

$P_{i,t}$ = Preço da ação da empresa i no período t ;

$LPA_{i,t}$ = Lucro líquido por ação da empresa i no período t ;

$VPA_{i,t}$ = Valor patrimonial por ação da empresa i no período t ;

$\varepsilon_{i,t}$ = erro

A equação (1) mede a relevância do LPA como variável explicativa do preço da ação; a equação (2) mede a relevância do VPA como variável explicativa do preço da ação; e a equação (3) mede a relevância de ambas como variáveis explicativas do preço da ação.

A partir das estimativas de cada modelo, utilizando o método dos mínimos quadrados, pode-se obter o coeficiente de determinação (R^2) para cada uma das equações.

A aplicação dos modelos (1), (2) e (3), torna possível segregar o poder explicativo de cada R^2 conforme metodologia adotada por Collins, Maydew e Weiss (1997), como pode ser observado nas equações (4), (5) e (6).

$$R^2_{LPA_t} = R^2_{T_t} - R^2_{VPA_t} \quad (4)$$

$$R^2_{VPA_t} = R^2_{T_t} - R^2_{LPA_t} \quad (5)$$

$$R^2_{T_t} = R^2_{LPA_t} + R^2_{VPA_t} + R^2_{COMB_t} \quad (6)$$

O valor de cada R^2 representa o poder explicativo de cada variável em separado, LPA e VPA e em conjunto LPA+VPA.

Sobre os valores dos R^2 calculados, Collins, Maydew e Weiss (1997) investigaram como a relevância da informação contábil vem se alterando ao longo do tempo, e caso venha ocorrendo, porque o relacionamento pode ter mudado, conforme equação (7).

$$RT_t = \alpha_0 + \alpha_1.ANO_t + \varepsilon_t \quad (7)$$

Em que:

RT_t = R-quadrado no período t ;

ANO_t = Ano t ;

ε_t = termo de erro da regressão.

A equação (7) será estimada considerando as três janelas de estudo, isto é, primeiramente, de 1990 a 2010; posteriormente, de 1994 a 2010; e, por último, de 1999 a 2010. Com isso, espera-se averiguar mudanças na relevância da informação contábil ao longo do tempo, de forma a mitigar os impactos de eventos macroeconômicos na evolução da relevância.

3.2 Seleção das variáveis

As informações utilizadas na pesquisa foram obtidas pelo banco de dados do Economática[®], onde foi possível acessar os relatórios contábeis das companhias e as informações referentes ao desempenho em termos de oscilações dos preços das ações.

- Preço da Ação (P): adotou-se o preço de fechamento em 31 de março de cada ano. Os preços utilizados foram ajustados por proventos (dividendos, bonificações e desmembramentos).
- Lucro por Ação (LPA): é o lucro líquido anual da empresa divulgado em cada exercício dividido pelo número de ações em circulação.

$$LPA_{i,t} = \frac{LL_{i,t}}{NUM_{i,t}}$$

Em que, $LPA_{i,t}$ é o lucro líquido por ação da empresa i no exercício t ; $LL_{i,t}$ é o lucro líquido da empresa i no final do exercício t ; e $NUM_{i,t-1}$ é o número total de ações (ordinárias e preferenciais) da empresa i apurado em dezembro do ano t .

- Valor Patrimonial por Ação (VPA): é o lucro líquido da empresa divulgado no exercício ajustado pelo valor de mercado da empresa.

$$VPA_{i,t} = \frac{PL_{i,t}}{NUM_{i,t}}$$

Em que, $VPA_{i,t}$ é o valor patrimonial da ação da empresa i no período t ; $PL_{i,t}$ é o patrimônio líquido da empresa i no final do exercício t ; e $NUM_{i,t-1}$ é o número total de ações (ordinárias e preferenciais) da empresa i apurado em dezembro do ano t .

Foram excluídas todas as observações que não possuíssem qualquer informação exigida pelos modelos adotados. Também foram excluídas da amostra de trabalho todas as observações que apresentassem: (i) patrimônio líquido negativo (a descoberto) ou (ii) liquidez igual a 0. Em relação aos *outliers*, foram excluídas todas as observações que apresentaram valor inferior ou superior a 3 desvios-padrões em qualquer variável (preço, lucro por ação ou patrimônio líquido).

3.3 Seleção da amostra

A amostra de trabalho desta pesquisa foi formada pelas empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA) durante as últimas duas décadas, este período que tem início em 1990 e final em 2010.

Na composição da amostra foi coletada, entre as ações preferenciais e ordinárias de uma empresa, apenas a ação que apresentou a maior liquidez. A amostra compreende todas as empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, excluindo as companhias do setor financeiro, uma vez que estas apresentam características de estrutura de capital, operacionais e de investimentos que diferem das demais empresas.

Após a sua composição, a amostra de trabalho foi segregada em outras duas sub-amostras; uma amostra titulada de tradicional, que foi composta por empresas listadas no segmento tradicional da BM&FBOVESPA, e a segunda composta por empresas listadas em segmentos diferenciados, que exigem normas diferenciadas de governança (nível 1, nível 2 e Novo Mercado).

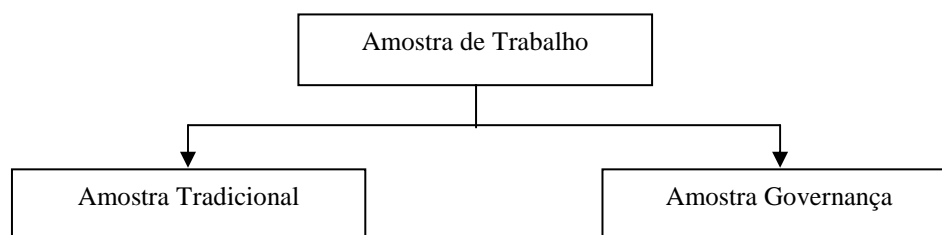


Figura2. Segregação da Amostra de Trabalho

Como pode ser observada na tabela 1, a amostra de trabalho foi composta por 2.812 observações. Em relação às amostras conforme a separação entre Tradicional e Governança, pode-se notar que o número de observações da amostra com Governança só se inicia a partir do ano de 2001, quando do momento em que as companhias foram instituídas na BM&FBOVESPA, e sua representatividade na amostra total vem aumentando ao longo deste período mais acentuadamente a partir de 2007.

Tabela 1: Composição da Amostra de Trabalho

Ano	Trabalho		Tradicional		Governança	
	nº Obs.	%	nº Obs.	%	nº Obs.	%
1990	152	5.44%	152	7,03%	0	0%
1991	133	4.76%	133	6,15%	0	0%
1992	135	4.83%	135	6,24%	0	0%
1993	147	5.26%	147	6,80%	0	0%
1994	150	5.37%	150	6,94%	0	0%
1995	129	4.62%	129	5,97%	0	0%
1996	136	4.87%	136	6,29%	0	0%
1997	132	4.73%	132	6,11%	0	0%
1998	111	3.97%	111	5,13%	0	0%
1999	130	4.65%	130	6,01%	0	0%
2000	122	4.37%	122	5,64%	0	0%
2001	106	3.80%	97	4,49%	9	1,43%
2002	95	3.40%	77	3,56%	18	2,85%
2003	98	3.51%	77	3,56%	21	3,33%
2004	104	3.72%	78	3,61%	26	4,12%
2005	106	3.80%	71	3,28%	35	5,55%
2006	109	3.90%	55	2,54%	54	8,56%
2007	158	5.66%	71	3,28%	87	13,79%
2008	181	6.48%	52	2,41%	129	20,44%
2009	174	6.23%	48	2,22%	126	19,97%
2010	185	6.62%	59	2,73%	126	19,97%
Total:	2.792	100%	2.161	100%	631	100%

Segundo Shleifer e Vishny (1997) a governança corporativa reduz o conflito de agência. Desse modo, teoricamente a adesão aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA está condicionada ao respeito dos direitos societários dos acionistas minoritários e a uma maior transparência por parte das empresas, por meio da divulgação de mais e melhores informações. Pressupõe-se que a relevância do lucro e do valor patrimonial é maior nas empresas listadas nos níveis de governança, considerando que estas evidenciam maior volume de informações.

3.4 Hipóteses de pesquisa

A partir da argumentação teórica e da metodologia proposta, serão testadas duas hipóteses de pesquisa. A primeira hipótese foi levantada considerando que com o crescimento do número de companhias e investidores que utilizam a informação contábil, espera-se que a relevância da informação tenha aumentado. Deste modo, apresenta-se a hipótese H_a .

H_a: A relevância do lucro e do valor patrimonial, como variáveis explicativas do preço das ações, aumentou ao longo de todo período de estudo, tanto em conjunto quanto separadamente.

Partindo do pressuposto de que governança corporativa reduz o conflito de agência, espera-se que, a relevância do lucro e do valor patrimonial seja maior nas empresas listadas nos níveis de governança, testar-se-á a hipótese H_b.

H_b: As empresas do mercado tradicional apresentam menor relevância, do lucro e do valor patrimonial, como variáveis explicativas do preço das ações em comparação com as empresas listadas nos níveis de governança da BM&FBOVESPA.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS ENCONTRADOS

4.1 Estatística descritiva e correlação entre variáveis

Na Tabela 2 são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis estudadas, com o objetivo de observar as principais medidas de tendência central e dispersão.

Tabela 2: Estatística Descritiva

	P	LPA	VPA	VM
Média	9,0333	0,4817	8,7387	4.815.406
Desvio	20,6183	4,0471	25,9649	2.004.000
Mínimo	0,0000	-73,5600	0,0000	0,0000
Máximo	351,04	50,9200	543,7400	400.000.000
CV	2,2825	8,4017	2,9713	0,4162

O desvio das variáveis P e VPA apresentaram maiores valores absolutos, porém, ao se considerar o coeficiente de variação (CV), a variável LPA apresentou maior dispersão. Esse fato pode ser um indício de que o preço das ações tem maior relação com o valor patrimonial do que o lucro. Para isso foram estimadas as correlações entre as variáveis apresentadas a partir dos coeficientes de Pearson, de acordo com a Tabela 3.

Tabela 3: Correlação entre as variáveis

	P	LPA	VPA	VM
P	1,00	-	-	-
LPA	0,0841*	1,00	-	-
VPA	0,5390*	0,1547*	1,00	-
VM	0,1547*	0,0849*	0,0392**	1,00

Notas: (i) Coeficiente de Correlação de Pearson. (ii) Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: * (1%), ** (5%) e *** (10%).

Os valores apresentados nos mostram que o LPA, o VPA e o VM possuem correlação positiva com o preço das ações, sendo que o VPA possui maior correlação com o preço que a variável LPA. Seria razoável concluir que a variável VPA tem maior relevância no preço da ação em relação a variável LPA. Contudo, o fato de duas variáveis serem fortemente correlacionadas não implica, necessariamente, uma relação de causa e efeito entre elas, e por causa disso, foram estimadas em regressão, com a finalidade de apurar relações de causalidade.

4.2 Resultado seção 1 – evolução da relevância

Após a aplicação das regressões, foram extraídos os R² (coeficiente de determinação), que medem o poder explicativo das variáveis, para acompanhar a evolução da informação contábil ao longo dos vinte anos. Na Tabela 4 apresentam-se os coeficientes de determinação:

Tabela 4: Resultados das Amostras

Ano	Amostra de Trabalho			Amostra Tradicional			Dif
	R ² T	R ² VPA	R ² LPA	R ² T	R ² VPA	R ² LPA	
1990	0.9795	0.5563	0.3213	0.9795	0.5563	0.3213	0.0000
1991	0.783	0.0313	0.0853	0.783	0.0313	0.0853	0.0000
1992	0.7372	0.4922	0.3381	0.7372	0.4922	0.3381	0.0000
1993	0.7779	0.6029	0.0021	0.7779	0.6029	0.0021	0.0000
1994	0.6906	0.0229	0.4379	0.6906	0.0229	0.4379	0.0000
1995	0.3729	0.3398	0.0006	0.3729	0.3398	0.0006	0.0000
1996	0.7977	0.7976	0.0007	0.7977	0.7976	0.0007	0.0000
1997	0.7382	0.7381	0.0050	0.7382	0.7381	0.0050	0.0000
1998	0.9429	0.6748	0.0536	0.9429	0.6748	0.0536	0.0000
1999	0.5101	0.3114	0.1786	0.5101	0.3114	0.1786	0.0000
2000	0.5044	0.5038	0.0045	0.5044	0.5038	0.0045	0.0000
2001	0.6956	0.4644	0.0114	0.6938	0.4612	0.0114	0.0018
2002	0.3182	0.3176	0.0013	0.315	0.3130	0.0023	0.0032
2003	0.3172	0.3145	0.0000	0.313	0.3114	0.0000	0.0042
2004	0.3679	0.2583	0.0218	0.3666	0.2622	0.0224	0.0013
2005	0.271	0.2257	0.0287	0.2864	0.2576	0.0239	-0.0154
2006	0.257	0.1087	0.0357	0.3512	0.2430	0.0002	-0.0942
2007	0.4996	0.0874	0.0871	0.6526	0.0811	0.0412	-0.1530
2008	0.4617	0.2013	0.0781	0.6979	0.3131	0.1774	-0.2362
2009	0.4103	0.1284	0.1131	0.682	0.3959	0.1868	-0.2717
2010	0.4774	0.0465	0.1084	0.6657	0.0242	0.1476	-0.1883

Os resultados foram mostrados considerando a amostra de trabalho e a amostra tradicional. Na última coluna observam-se as diferenças entre os R²T das duas amostras, que, logicamente, só começam a existir a partir do ano de 2001, que é o ano em que a Bovespa implantou os níveis diferenciados de governança corporativa. O R²T considera a relevância do lucro e do valor patrimonial de forma conjunta. O R²VPA leva em conta somente a relevância do valor patrimonial como variável explicativa do preço das ações. Por último, o R²LPA mostra coeficientes de determinação quando a regressão foi estimada somente com o lucro.

Para facilitar a interpretação dos resultados da Tabela 4 optou-se por apresentá-los graficamente, como pode ser observado na Figura 3 e na Figura 4.

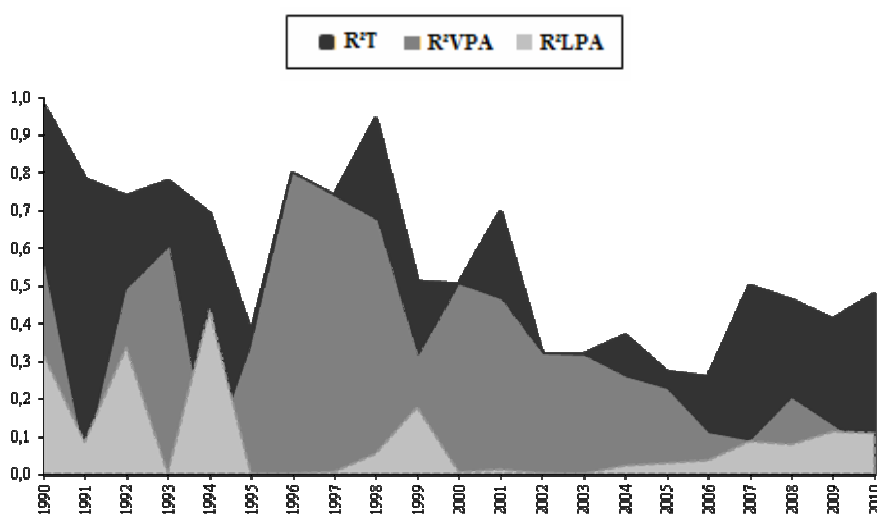
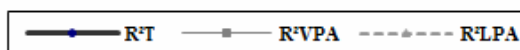


Figura 3. Amostra de Trabalho



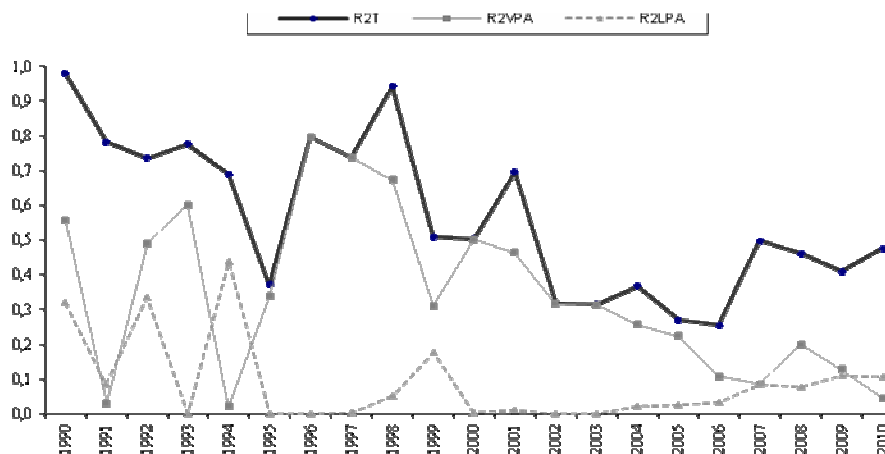


Figura 4. Amostra de Trabalho

De forma geral, observa-se uma tendência de perda de relevância das informações contábeis ao longo do período, como pode ser observado pelo R^2T . Quando analisadas de forma separada, a relevância informacional do Lucro foi pequena durante a maior parte do período estudado, porém, com tendência de crescimento a partir de 2004. O Valor Patrimonial, por sua vez, apresentou relevância informacional maior que o Lucro na maior parte do tempo, mas, com tendência de decréscimo.

Esses resultados diferem dos encontrados por Collins, Maydew e Weiss (1997) para o mercado americano que encontrou um ligeiro aumento da relevância da informação contábil, quando analisadas o LPA e o VPL conjuntamente. Por outro lado, os resultados encontrados são congruentes com os pressupostos do AICPA, que a relevância diminuiu em consequência, talvez, do maior número de empresas tecnológicas com nível elevado de intangíveis.

Observa-se que a relevância do valor patrimonial (R^2VPA) em relação à relevância do lucro é maior em todo o período de análise. Esses achados encontram sustentação no pressuposto teórico levantado por Berger, Ofek e Swary (1996) que os valores patrimoniais assumem maior importância em relação aos lucros, pois por vezes, os lucros são negativos ou que contêm grandes componentes transitórios e não recorrentes.

Analisando as figuras é possível perceber uma relação com os eventos macroeconômicos, considerados nas janelas de estudo. No período de 1990 a 1994 percebe-se um maior poder explicativo das variáveis estudadas. Nesta época a economia brasileira apresentava altos índices de inflação e o mercado de capitais ainda era muito incipiente, com poucas empresas, menor número de investidores e desconfiança em relação à percepção dos investidores.

Na década de 80, sem dinheiro em caixa para honrar compromissos externos, o governo brasileiro anunciou unilateralmente a suspensão dos pagamentos aos credores da dívida brasileira, principalmente bancos. Esses calotes prejudicaram a imagem do Brasil junto aos investidores e postergaram em pelo menos uma década a classificação do país como um destino seguro para investimentos. Em um mercado de capitais incipiente, talvez a informação contábil fosse o suficiente.

No entanto, pode-se perceber que a relevância da informação contábil, para o mercado de capitais, sofreu uma grande queda do período que vai de 1990 a 1995. A abertura financeira da economia brasileira na década de 1990 liberalizou de forma significativa os movimentos de capitais entre o país e o exterior, ao reduzir as barreiras até então existentes aos investimentos estrangeiros de portfólio no mercado financeiro doméstico e viabilizar o acesso dos residentes às novas modalidades de financiamento externo, como a emissão de títulos e ações no mercado internacional de capitais, cuja contrapartida é os investimentos de portfólio dos investidores não residentes no mercado financeiro internacional.

Dessa forma, o mercado de capitais evoluiu e estas novas demandas, advindas do mercado externo e exigidas pelo investidor estrangeiro, aplicados no Brasil, fez com que outras fontes de informação pudessem ser mais bem utilizadas. Além disso, há de se considerar que, mesmo com metodologias de correção monetária das informações contábeis existentes na época, o investidor tinha uma informação contábil defasada pela inflação para a tomada de decisão.

No período de 1995 a 1998 percebe-se um aumento do poder explicativo da informação contábil, boa parte pelo aumento da relevância do valor patrimonial. Esse período é justamente aquele em que o Brasil implanta o Plano Real e deixa de ser visto como uma economia inflacionária. Esse período de aumento da relevância segue até o ano de 1998, anterior a crise cambial de 1999.

Analisando a terceira janela (1999 a 2010) percebe-se uma redução do R^2T até o ano de 2006. Nesse período, o país passou por uma crise de credibilidade dos países emergentes que impactou o câmbio. Esse fato parece ter influenciado a relevância que as informações contábeis tinham sobre o preço das ações, uma vez que, a falta de credibilidade no país acarretava uma retirada de investimentos do Brasil sem considerar necessariamente as informações contábeis.

A partir de 2006 observa-se que a informação contábil passa a ser mais relevante, como pode ser visualizado nos valores estimados para R^2T . Percebe-se também, um amadurecimento da economia brasileira, que mesmo em tempo de crises mundiais, conseguiu se segurar sem grandes problemas. Conjuntamente, as normas internacionais de contabilidade passaram a ser utilizadas no Brasil, trazendo maior qualidade para as informações geradas pela contabilidade.

Por outro lado o R^2VPA mostrou-se em tendência de queda, o que, de certo modo, é congruente com a impressão que Collins, Maydew e Weiss (1997) tinham, sobre a perda relevância da contabilidade por causa da mudança de uma economia industrializada para uma economia de alta tecnologia e com altos índices de intangíveis.

Até o ano de 2004 o R^2LPA foi baixo, na maioria do período estudado, o que nos leva a perceber uma menor dependência do mercado em relação às informações sobre o lucro para sua tomada de decisão. Esses achados são também congruentes com as impressões de Collins, Maydew e Weiss (1997), que a relevância informacional do lucro é reduzida pela incidência de resultados negativos, frequência de itens transitórios e não recorrentes nos lucros, resultados conservadores, entre outros. O R^2LPA apresenta tendência de crescimento somente a partir de 2003.

Após analisar todos esses resultados encontrou-se evidências significativas de que a relevância do lucro e do valor patrimonial como variáveis explicativas do preço das ações diminuiu ao longo do período de estudo e, pode-se então, rejeitar a hipótese H_a .

A Figura 5 e a figura 6 mostram a tendência de relevância, representado pelo R^2 , do lucro e do valor patrimonial individualmente e em conjunto ao longo do tempo, para as empresas do mercado tradicional na BM&FBOVESPA.

Como os índices de governança corporativa foram iniciados em 2001, os dados encontrados para o período de 1990 a 2000 são os mesmos encontrados anteriormente para a amostra de trabalho. A partir de 2001 é possível observar que a relevância da informação contábil, mensurada por R^2T , é maior para essa amostra. Essa observação implica que, para as empresas que não participam das listagens diferenciadas de governança corporativa, o lucro e o valor patrimonial, em conjunto, apresentam maior relevância informacional aos investidores quando comparados com as empresas que participam dos níveis diferenciados.

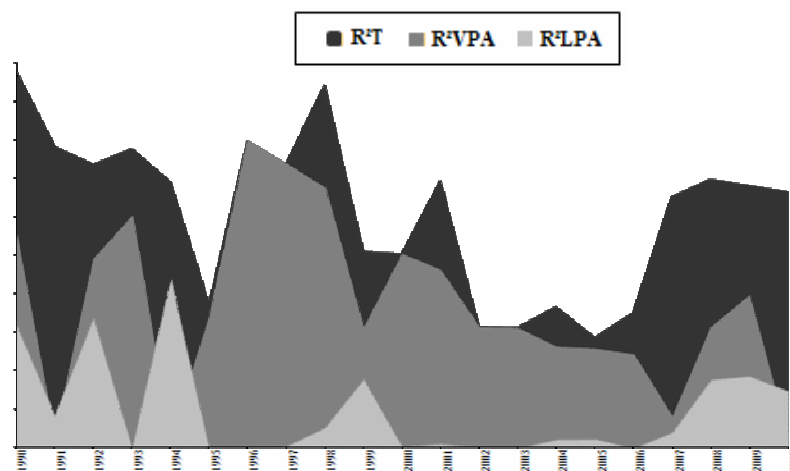


Figura 5. Amostra Tradicional

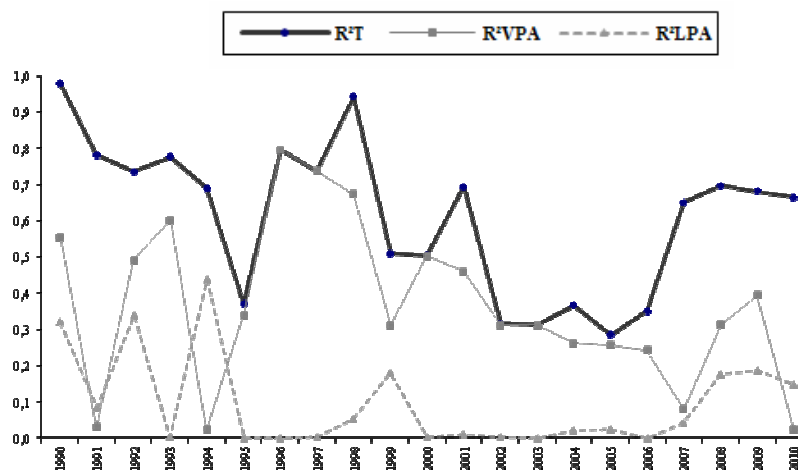


Figura 6. Amostra Tradicional

A relevância do lucro, analisado separadamente, cresceu nos últimos anos, principalmente no ano de 2008. A relevância do valor patrimonial apresentou uma queda em 2007, um crescimento até 2009 e uma brusca queda em 2010. Esse é um período onde ocorreram várias mudanças na economia mundial e brasileira, como a crise do subprime, iniciada em 2008 nos EUA; a crise da dívida pública da zona Euro, iniciada na Grécia no final de 2009.

Além disso, esse é um período especial para a contabilidade brasileira, em que, surgiram mudanças contábeis significativas, por todo o processo de convergência da contabilidade brasileira às normas internacionais, os pronunciamentos do CPC e a promulgação das leis 11.638/07 e 11.941/09.

A figura 7 mostra a diferença do R^2T das amostras de Trabalho e Tradicional, onde é possível observar um descolamento maior dos valores a partir do ano de 2005. Os níveis de Governança da BM&FBOVESPA foram criados a partir do ano de 2001, sendo que, poucas empresas aderiram às suas exigências. A partir de dados da Bovespa, sabe-se que a adesão das companhias, em relação ao total de empresas, tornou-se mais representativo a partir de 2005, com 11% das companhias que negociavam ações fazendo parte dos índices.

segunda e da terceira janela pode não ser suficiente para o cálculo da estimativa, prejudicando inferências a respeito desses períodos.

Parece que a partir dos últimos anos, há uma tendência de aumento da relevância da informação contábil, mesmo que os resultados não sejam conclusivos por falta de significância estatística. Deste modo, pode-se afirmar que, estudos que queiram discutir os últimos acontecimentos da economia e da contabilidade e seus impactos na relevância contábil, são de grande importância para o entendimento da relação contabilidade e mercado de capitais.

5 CONCLUSÕES

De forma geral, observa-se uma tendência de perda de relevância das informações contábeis ao longo do período, como pode ser observado pelo R²T, refutando a hipótese H_a da pesquisa. Quando analisadas de forma separada, a relevância informacional do Lucro foi pequena durante a maior parte do período estudado, porém, com tendência de crescimento a partir de 2004. O Valor Patrimonial, por sua vez, apresentou relevância informacional maior que o Lucro na maior parte do tempo, mas, com tendência de decréscimo. Esses resultados diferem dos encontrados por Collins, Maydew e Weiss (1997) para o mercado americano que encontrou um ligeiro aumento da relevância da informação contábil, quando analisadas o LPA e o VPL conjuntamente.

Além disso, é possível perceber uma relação entre os resultados encontrados para a relevância com os eventos macroeconômicos, considerados nas janelas de estudo. Entre eles, o período de altos índices de inflação, a abertura financeira da economia brasileira na década de 1990, a crise cambial causada pela falta de credibilidade dos países emergentes e a crise mundial de 2008.

Os achados da pesquisa convergem para uma inferência que a informação contábil tem maior relevância na avaliação para as empresas do mercado Tradicional. Os resultados apontam para uma redução na relevância da informação contábil para todas as janelas estimadas, excluindo a amostra tradicional da terceira janela (>1999), que não foi significativa e apresentou sinal contrário aos demais períodos.

Sugestões para futuras pesquisas são dadas no sentido de ampliar evidências nos seguintes pontos: i) como a relevância da informação contábil muda conforme os choques macroeconômicos?; ii) os *covenants* podem afetar a relevância dos números contábeis?; iii) mudanças legais estão relacionadas com a informação contábil?; e iv) a eficiência do mercado mudou após a adoção dos padrões internacionais de contabilidade (IFRS)?

REFERÊNCIAS

ANJOS, Maria Anita. *Retrospectiva da economia brasileira nos últimos 45 anos: industrialização, desenvolvimento, crises, políticas neoliberais e injustiça social caracterizam a evolução da economia no país*. Revista FAEBusiness, n.4, dez. 2002, p. 18 – 21.

ANTUNES, Gustavo Amorim; MENDONÇA; Mark Miranda de. *Impacto da adesão aos níveis de governança da Bovespa na qualidade de informação contábil: uma investigação acerca da oportunidade, relevância e do conservadorismo contábil utilizando dados em painel*. In: Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (ANPCONT), II, 2008, Salvador/BA. Anais... São Paulo: ANPCONT, 2008.

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

BEAVER, William H. *The Information Content of Earnings*. Journal of Accounting Research. Chicago, v. 6, p. 67 – 92, 1968.

- BEAVER, William H. *Financial reporting: an accounting revolution*. 2nd ed. Englewood Clifis.: Prentice Hall, 1998
- BEAVER, William H., LAMBERT, Richard A., MORSE, D. *The information content of security prices*. Journal of Accounting and Economics 2. 1980, p.3–28.
- BERGER, P., OFEK, E., SWARY, I. *Investor valuation of the abandonment option*. Journal of Financial Economics 42, p. 257 - 287. 1996.
- BOVESPA. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 13 fev. 2011.
- COLLINS, D.; MAYDEW, E.; WEISS, I. *Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years*. Journal of Accounting and Economics, 24, December, 1997. p. 39-68.
- COSTA, Fábio Moraes; LOPES, Alexsandro Broedel; COSTA, Alessandra Cristina Oliveira. *Conservadorismo em cinco países da América do Sul*. Revista de Contabilidade & Finanças, São Paulo, n. 41, mai./ago. 2006.
- ELLIOTT, J., HANNA, J. *Repeated accounting write-offs and the information content of earnings*. Journal of Accounting Research 34 (Suppl.), p. 135 - 155. 1996.
- FASB. *Financial Accounting Standards Board. Statement of financial accounting standards nº 1. Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises*. Stamford, Connecticut, 1978.
- HAYN, C. *The information content of losses*. Journal of Accounting and Economics 20, p. 125 - 153. 1995.
- HENDRIKSEN, Eldon S.; BRENDA, Michael. F. Van. *Teoria da Contabilidade*. 5. Ed. São Paulo: Atlas, 1999.
- INI. Instituto Nacional de Investidores. Disponível em: <www.ini.org.br>. Visualizado em: 22/01/2011.
- KAN, V. *Accounting theory*. 2 Ed. California: John Wiley & Sons, 1986.
- KOTHARI, S.P. *Capital markets research in accounting*. Journal of Accounting and Economics, 31, pp. 105-231, 2001.
- KOTHARY, S. P.; SLOAN, Richard G. *Information in prices about future earnings: implications for earnings response coefficients*. Journal of Accounting and Economics. v. 15, June-September 1992, Pages 143-171.
- LIMA, João Batista Nast. *A Relevância da Informação Contábil e o Processo de Convergência para as Normas IFRS no Brasil*. 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, 2011.
- LOPES, Alexsandro Broedel. *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, 2001.

LUNDHOLM, R. J. *A Tutorial on the Ohlson and Feltham/Ohlson Models: Answers to some Frequently Asked Questions*. Contemporary Accounting Research, v. 11, p. 749-761, 1995.

MOREIRA, Rafael de Lacerda; COLAUTO, Romualdo Douglas; AMARAL, Hudson Fernandes. *Conservadorismo Condicional: estudo a partir de variáveis econômicas*. Revista de Contabilidade & Finanças, São Paulo, n. 54, set./dez. 2010.

MURTA, Luiz Roberto; BRASI, Gutemberg Hespanha; SAMOHYL, Robert Wayne. *Crise Monetária Brasileira de 1999: uma análise econométrica realizada com base em elementos teóricos de modelos de crises monetárias de primeira e segunda geração*. In: Anais do XXXI Encontro Nacional de Economia, Porto Seguro, 2003.

OHLSON, J. A. *Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation*. Contemporary Accounting Research, v. 11, 1995, p. 661-687.

PRATES, Daniela M.; CUNHA, André M.; LÉLIS, Marcos, T. C. *A gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil*. Anais do XXXVI Encontro Nacional de Economia, Salvador, 2008.

RESENDE, João Luís. *Metas de Inflação, câmbio flexível e autonomia de política monetária*. Dissertação (mestrado em Ciências Econômicas)- Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, 2006.

SANTOS, Réveles Belarmino; GALDI, Fernando Caio; NOSSA, Valcemiro; TEIXEIRA, Arilton Carlos Campanharo. *Impacto do Endividamento Na Relevância do PL e do Lucro no Brasil e Nos Estados Unidos*. In: 8º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2008, São Paulo. 8º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2008

SARLO NETO, Alfredo. *A Reação dos Preços das Ações à Divulgação dos Resultados Contábeis: Evidências Empíricas Sobre a Capacidade Informacional da Contabilidade no Mercado Acionário Brasileiro*. 2004. Dissertação (Mestrado Profissional em Ciências Contábeis) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, FUCAPE, Vitória, 2004.

SHLEIFER, A. e VISHNY, R. *A survey of corporate governance*. The Journal of Finance, v. 52, nº 2, p.737-783, junho 1997.

SILVA, Angelino Fernandes; MACEDO, Marcelo Álvaro da Silva; MARQUES, José Augusto Veiga da Costa. *Análise da Relevância da Informação Contábil no Setor Brasileiro de Energia Elétrica no período de 2005 a 2007: uma discussão com foco nas variáveis LL, FCO e EBITDA*. In: Anais do XIII Semead. São Paulo, 2010.