

**REAÇÕES DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO À PUBLICAÇÃO
VOLUNTÁRIA DOS DEMONSTRATIVOS CONTÁBEIS EM CONFORMIDADE
COM OS PADRÕES INTERNACIONAIS**

Esmael Almeida Machado

Professor da Universidade Estadual do Mato Grosso do Sul (UEMS)
Doutorando em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (FEA/USP)
Mestre em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná (UFPR)
Bacharel em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Mato Grosso do Sul (UFMS)
Av. Prof. Luciano Gualberto, 908 / FEA 3 / Cidade Universitária
CEP 05508-900 / São Paulo-SP / Brasil
Telefones: (11) 3091-5820, ramal 217 / (11) 8789-8086
E-mail: esmael@usp.br

Renata Turola Takamatsu

Mestranda em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (FEA/USP)
Bacharel em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)
Av. Prof. Luciano Gualberto, 908 / FEA 3 / Cidade Universitária
CEP 05508-900 / São Paulo-SP / Brasil
Telefone: (11) 3091-5820, ramal 219
E-mail: rettakamatsu@gmail.com

Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima

Professor Doutor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade
de São Paulo (FEA/USP)
Av. Prof. Luciano Gualberto, 908 / FEA 3
Cidade Universitária, São Paulo, SP, CEP 05508-900
Telefone: (11) 3091-5820 / Ramal 183
E-mail: gerlandolima@gmail.com

RESUMO

A partir de 2008, com o engajamento das autoridades brasileiras no processo mundial de convergência de normas contábeis, deu-se início a uma fase de transição que estará concluída a partir de 31 de dezembro de 2010, quando as companhias de capital aberto reportarem as demonstrações contábeis no Brasil em adequação integral ao exposto nos Padrões Internacionais de Contabilidade (IFRS). Contudo, há casos de companhias que adotaram as práticas contidas nos IFRS mesmo antes de sua exigência por parte dos órgãos de controle. Nestes casos, conjectura-se que a reação dos investidores foi: i) positiva, caso haja percepção de que a adoção dos padrões internacionais de contabilidade eleva qualidade de informação financeira; ii) negativa, caso a percepção leve ao entendimento de que a adoção pode reduzir a confiabilidade das informações divulgadas; e iii) indiferente, para aqueles em que a percepção de qualidade da informação contábil está vinculada a forças do mercado e a fatores institucionais. Nesses termos, o problema que orienta a investigação em tela é: Qual o impacto da adoção dos padrões IFRS nos preços/retornos das ações? Para encontrar respostas válidas, conduziu-se uma pesquisa calcada na metodologia de Estudo de Eventos, partindo de uma amostra *cross-sectional* de 81 empresas que compõem o índice IBrX da BM&FBovespa. A ausência de retornos anormais significativos após a adoção voluntária do IFRS fornece indícios de que esse evento não alterou as percepções dos investidores acerca do valor das empresas. Consoante a isso, via análise de regressão detectou-se que a adoção voluntária do IFRS não foi uma variável estatisticamente significativa para explicar as anormalidades dos

retornos, sendo estas mais relacionadas à variação do lucro entre períodos.

Palavras-chave: convergência de práticas contábeis; IFRS; estudo de eventos.

INTRODUÇÃO

Atualmente, mais de 100 países estão engajados no desafio de implementar um padrão comum de práticas contábeis equivalentes as normas emanadas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB), conforme destacam Santos e Calixto (2010). Sob esse cenário, a KPMG (2010) relata que ainda em 2008, mais de 7 mil empresas balizaram a preparação e publicação de seus relatórios financeiros em conformidade com o *International Financial Reporting Standards* (IFRS). Enquanto isso, no Brasil, o ano de 2008 foi marcado pelas primeiras iniciativas dos órgãos reguladores nesse sentido, dando início a uma fase de transição que estará concluída em 31 de dezembro de 2010, quando as companhias com ações negociadas na BM&FBovespa reportarem as demonstrações contábeis de suas operações no Brasil em adequação integral ao exposto nos IFRS.

Assim, o Brasil assumiu tardiamente uma posição de compromisso com o processo mundial de convergência de normas contábeis, principalmente se considerada a situação em que se encontram os países membros da União Européia (UE). Lá, o estágio da uniformização de práticas contábeis é notável, pois vigora plenamente desde o ano de 2005, sendo que as primeiras iniciativas nesse sentido remontam ao final da década de 1970 (RENDERS e GAEREMYNCK, 2007).

Acompanhando a evolução do mercado no que tange a convergência de práticas contábeis, percebe-se que, no âmbito acadêmico, tem havido uma ascensão no número de pesquisas publicadas em periódicos acadêmicos cujo foco de discussão esteve centrado no impacto da adoção de regras contábeis convergentes aos padrões estabelecidos pelo IASB, inclusive esboçando particularidades, como a percepção de investidores acerca da qualidade da informação contábeis (SANTOS e CALIXTO, 2010).

Lima *et al.* (2010) explicitam que a preparação e publicação das demonstrações contábeis em conformidade com as normas internacionais podem proporcionar benefícios imediatos para as companhias que assim o procedem (*e.g.* o aumento da qualidade dos demonstrativos financeiros para os investidores externos, a redução em custos de transação em casos de captação de recursos no exterior, além de fomentar a realização de investimentos além das fronteiras). Por outro lado, a companhia acaba por incorrer em custos, tais como: i) de implementação; ii) resultantes da ampliação da evidenciação contábil; e iii) redução/alteração das possibilidades de utilização dos métodos contábeis (RENDERS e GAEREMYNCK, 2007).

Dado o possível impacto da adoção das práticas contábeis do IFRS na qualidade e comparabilidade das informações financeiras divulgadas pelas companhias, tem-se que a mesma pode influenciara visão dos investidores acerca das companhias e suas potencialidades de rentabilidade futura. Nestes casos, conjecturam-se três possíveis impactos sobre o comportamento dos investidores: i) reação positiva, caso haja percepção de que a adoção dos padrões internacionais de contabilidade eleva qualidade de informação financeira; ii) reação negativa, caso a percepção leve ao entendimento de que a adoção pode reduzir a confiabilidade das informações divulgadas; e iii) indiferença, para aqueles em que a percepção de qualidade da informação contábil está vinculada a forças do mercado e a fatores institucionais, mais do que relacionada ao conjunto de políticas contábeis (ARMSTRONG *et al.*, 2007; KARAMANOU e NISHIOTIS, 2005).

No caso brasileiro, em decorrência de este ainda ser um tema recente, os prováveis impactos ainda causam inquietação entre os membros da academia por ensejar um problema

ainda sem elucidação: **Qual o impacto da adoção dos padrões IFRS nos preços/retornos das ações?** Dessa maneira, assume-se o objetivo de analisar o impacto da adoção voluntária dos padrões IFRS na percepção dos investidores sobre as empresas e, conseqüentemente no preços/retornos das ações em companhias brasileiras com ações negociadas na BM&FBovespa. Destarte, os retornos anormais, bem como sua significância estatística foram apreciados valendo-se da técnica de Estudo de Eventos em relação às companhias que prepararam e publicaram voluntariamente seus demonstrativos sob a orientação dos IFRS.

Na estruturação do artigo foram contempladas 5 seções, incluindo-se esta introdução. A seção 2 contém a plataforma teórica necessária à elaboração da resposta a questão de pesquisa. As técnicas de pesquisa, os instrumentos de coleta e as técnicas de análise de dados são evidenciados em seus pormenores na seção 3, destinada a descrever os procedimentos metodológicos empregados. Na seção 4 os dados coletados são apresentados e, após analisadas as informações, são envidados esforços para permitir que a discussão dos resultados viabilize apresentar, na seção 5, as considerações finais como resposta ao problema de pesquisa.

2 PESQUISAS RELACIONADAS

A discussão em tela enseja a oportunidade de organizar, de forma sintética, um mapa conjuntural, capaz de representar o estágio em que se encontra o processo de convergência aos IFRS em nível mundial. Em complemento, dedica-se espaço na apresentação de pesquisas anteriores que serviram de respaldo para condução da investigação em curso de maneira a contribuir para formulação da estratégia metodológica.

2.1 Práticas Contábeis: Engajamento dos Países Rumo a Convergência

O debate em torno da uniformização a nível mundial das práticas contábeis guarda relação estreita com razões de cunho econômico. Todavia, prejuízos informacionais decorrentes da ausência de comparabilidade entre relatórios financeiros desvinculados de um padrão contábil convergente contribuíram para que as normas estabelecidas pelo IASB venham, ainda que paulatinamente, ganhando aceitação entre os países (EL HAJJ e LISBOA, 2001; LEMES e CARVALHO, 2004; KIRCHNER e OTT, 2005). Nesse sentido, aqueles usuários que necessitam realizar uma avaliação parametrizada dos relatórios financeiros para balizar suas decisões de cunho econômico, estão, indubitavelmente, entre os beneficiados do processo de convergência, conforme destaca Weffort (2005).

Nesse contexto, com a importância crescente do Brasil como *player* relevante no cenário econômico mundial, foram implementadas medidas iniciais em 2008 para permitir que as práticas contábeis brasileiras convergissem para o padrão internacional proposto pelo IASB. Com esta intenção, foi autorizada a instituição de um organismo com competência para elaborar normas contábeis.

A partir de então, o Comitê de Práticas Contábeis (CPC), criado em 2005 pelo Conselho Federal de Contabilidade passou a operar como agente principal na condução do processo de convergência brasileiro, emitindo pronunciamentos com aplicação equivalente aos *International Financial Reporting Standards* emitidos pelo IASB. Trata-se de um órgão composto por 12 membros, sendo a maioria contadores de seis entidades: i) Associação Brasileira de Companhias Abertas (ABRASCA); ii) Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC); iii) Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBovespa); iv) Conselho Federal de Contabilidade (CFC); v) Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (FIPECAFI); e vi) Instituto dos Auditores Independentes do Brasil (IBRACON). Além destes, participam representantes (convidados) dos seguintes órgãos: i) Banco Central do Brasil (BCB); ii) Comissão de Valores Mobiliários (CVM); iii) Secretaria da Receita Federal do Brasil (SRFB); e iv)

Superintendência de Seguros Privados (SUSEP).

De 11 de janeiro de 2008, quando foi aprovado o “Pronunciamento Conceitual Básico: Estrutura Conceitual para a Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis” – elaborado a partir do “*Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*” – foram aprovados 45 pronunciamentos, incluindo o “Contabilidade para Pequenas e Médias Empresas” (CPC ME). A aprovação mais recente, datada de 3 de dezembro de 2010, refere-se à adoção inicial, elaborado a partir do IFRS 1.

Assim, apesar de tardia, a partir dos trabalhos do CPC, o Brasil aproxima-se do estágio de convergência experimentado em outras nações. Cabe destacar que ainda restam países, em geral com menor expressão econômica (e.g. Paraguai e alguns países do continente africano), que ainda não possuem sequer planos para convergência de suas normas locais aos padrões internacionais estabelecidos pelo IASB. Porém, nações importantes no cenário econômico mundial (e.g. Índia, México e Canadá) possuem apenas planos para convergência, como retratado na Figura 1.

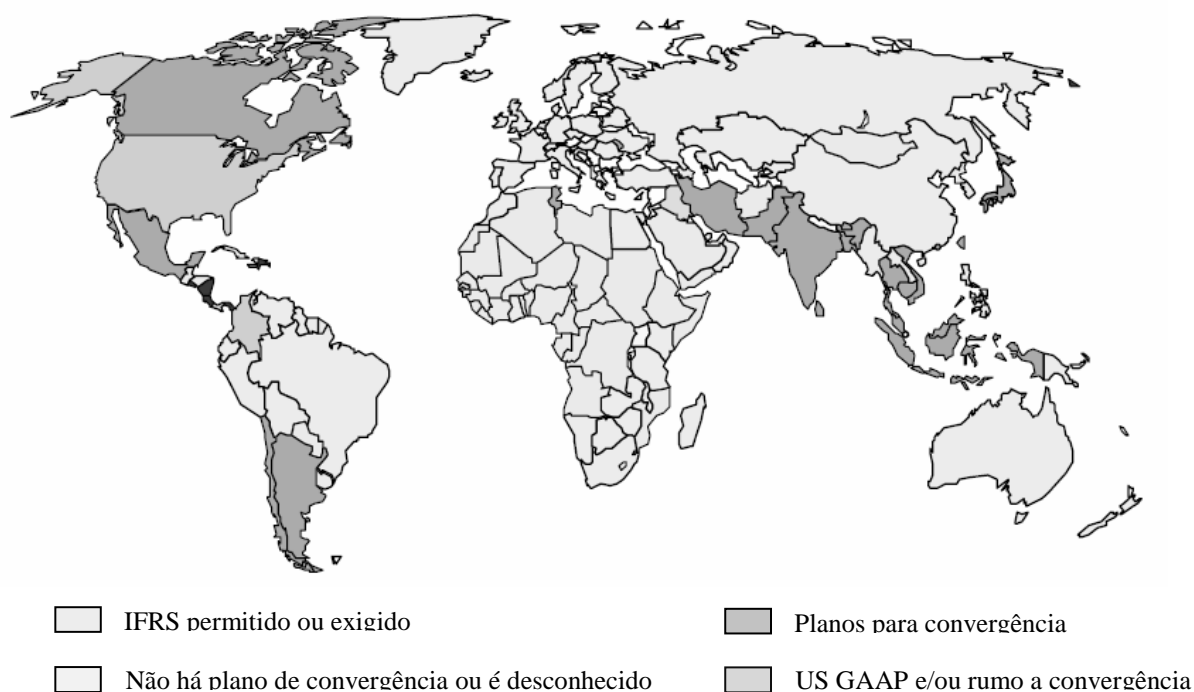


Figura 1: Mapa situacional da convergência às práticas contábeis estabelecidas pelo IASB

Fonte: KPMG, 2010

O estabelecimento de bases comuns para a preparação e publicação das demonstrações contábeis, conforme entendimento do IASB, afeta positivamente o acesso ao capital internacional, com impacto na redução dos custos de conversão. Este entendimento é explicitamente manifesto no objetivo do órgão, servindo como justificativa para condução desse processo: “prover a interação dos mercados de capitais de todo o mundo com uma linguagem comum para relatórios financeiros” (IASB, 2008, p.1).

2.2 Adoção do IFRS versus Reação do Mercado: Evidências Empíricas

Sob uma perspectiva acadêmica, em face da maturidade do mercado acionário em países da União Européia em relação à adoção do IFRS, estudos no sentido de detectar a reação do mercado frente à adoção das tais normas têm sido extensivamente realizados (KARAMANOU e NISHIOTIS, 2005; ARMSTRONG *et al.* 2007; WANG, YOUNG e ZHUANG, 2007; PRATHER-KINSEY, 2008; HORTON e SERAFEIM, 2009). Os resultados

encontrados pelos autores, em geral, por meio da utilização da metodologia de Estudo de Eventos, sugerem que o mercado europeu reagiu de maneira positiva à adoção do IFRS, tanto quando feita de maneira voluntária quanto obrigatória. As análises alcançaram desde eventos que apenas aumentavam a probabilidade da implantação dos padrões internacionais de Contabilidade até a publicação efetiva dos demonstrativos segundo as normas IFRS.

No rol de autores que analisaram a adoção voluntária dos IFRS estão Karamanou e Nishiotis (2005). A partir de uma amostra composta por companhias que adotaram voluntariamente as normas do IASB em ao menos um dos anos compreendidos entre o período de 1989 e 1999, os autores encontraram retornos anormais e positivos quando do anúncio da adoção das normas IFRS. Este resultado confirmou a hipótese suscitada de que haveria benefícios potenciais em um aumento do *disclosure* com a adoção das normas internacionais. Adicionalmente, os autores encontram fortes evidências de que firmas com menor valorização do mercado e/ou com maior potencialidade de crescimento experimentaram valorização superior, sob a perspectiva do mercado.

Por outro lado, Armstrong *et al.* (2007) examinaram a reação do mercado europeu para dezesseis eventos específicos associados à adoção do *International Financial Reporting Standards* (IFRS). De posse de uma amostra formada por 1.956 companhias, os autores demonstraram que empresas domiciliadas em países de *civil law* (regime baseado em regras) apresentaram reação menos positiva que os demais. Ainda nesse sentido, segregando a amostra segundo a qualidade pré-adoção das informações contábeis, os autores detectaram uma reação positiva aos eventos adoção do IFRS mesmo em empresas que explicitavam previamente um alto nível de qualidade.

Enquanto isso, Wang, Young e Zhuang (2007) envidaram esforços para identificar os efeitos da adoção mandatória das normas IFRS em empresas européias. Seus resultados indicaram que o ambiente informativo dos analistas (mensurado pelas características das previsões dos analistas), além do ambiente público de informações (analisado pelo conteúdo informativo do anúncio de lucros) foi superior após a implantação mandatória das normas IFRS em 2005. Outra consideração apresentada indica para uma reação significativa do mercado, mesmo para empresas que adotaram voluntariamente os padrões IFRS antes de 2005, sendo que os efeitos da adoção foram diferentes entre países.

Posteriormente, Prather-Kinsey *et al.* (2008) analisaram a reação do mercado associada à adoção dos IFRS no ano de 2005. A amostra foi composta por 157 companhias européias que migraram seus relatórios de 2005 para o padrão IFRS (assim, somente foram analisadas empresas que apresentaram seus relatórios financeiros de 2004 em padrões domésticos). Os autores encontraram evidências de que os participantes do mercado de capitais atribuem maior relevância aos relatórios em IFRS, portanto, resultando em um menor custo de capital para as empresas que implantaram tais padrões. Comparando a heterogeneidade entre o mercado de capitais entre países os autores detectaram resultados distintos daqueles observados por Armstrong *et al.* (2007). Prather-Kinsey *et al.* (2008) encontraram conseqüências mais relevantes da implantação do IFRS em empresas de países com normas baseados em regras (*civil law*), quando feita a comparação com países com normas baseadas em princípios (*common law*).

Mais recentemente, Horton e Serafeim (2009) avaliaram a reação do mercado ao conteúdo informacional exigido no IFRS 1– *First Time Adoption of International Financial Reporting Standards*. Tal documento detalha os ajustes necessários para que empresas que previamente relatavam seus demonstrativos em padrão local possam alcançar a conformidade com as IFRS. A amostra foi composta por 297 empresas inglesas distribuídas em variados ramos da indústria. Foram encontrados retornos anormais negativos e estatisticamente significativos para empresas que incorreram em ajustes negativos no lucro durante a reconciliação. Um modelo mais refinado revelou que os ajustes atribuídos ao *impairment* do

goodwill, pagamento baseado em ações, benefícios dos empregados e dos impostos diferidos aumentam substancialmente o valor da informação. Dessa maneira, os autores concluíram que os resultados foram consistentes com a pressuposição de que a adoção dos padrões IFRS altera a crenças dos investidores sobre os preços das ações.

3 MÉTODO DE ANÁLISE

3.1 Descrição da Seleção da Amostra

A amostra inicial englobou empresas componentes do Índice Brasil – IBrX elaborado pela BM&FBovespa. O IBrX consiste em um indicador que representa uma carteira teórica composta pelas 100 ações com o maior número de negócios e de volume financeiro verificado no mercado à vista (BM&FBOVESPA, 2010). Entretanto, visto a ocorrência de empresas com duas ou mais ações participando concomitantemente no indicador, a seleção resultou em apenas 92 firmas brasileiras.

Desse universo, foram excluídas empresas da área financeira. Isto porque empresas desse setor apresentam uma série de especificidades, além de peculiaridades inerentes aos seus demonstrativos financeiros em atenção aos procedimentos específicos determinados pelo Banco Central.

Um último filtro foi aplicado para excluir empresas que não apresentavam cotações/retornos necessários ao estudo para o período analisado, resultando em uma amostra final de 81 empresas, dentre as quais 13 apresentaram seus demonstrativos em padrão IFRS. As informações financeiras empregadas no estudo foram obtidas por intermédio da base de dados Economática® e trabalhadas estatisticamente no *Software* EVIEWS 5.

Quadro 1 - Data de referência da primeiro demonstrativo publicado em padrão IFRS

Empresa	Data
CIA BEBIDAS DAS AMERICAS – AMBEV	31/03/2009
CIELO S.A.	31/12/2009
GERDAU S.A.	31/12/2009
METALURGICA GERDAU S.A.	31/12/2009
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	31/03/2010
JBS S.A.	31/03/2010
LOJAS RENNER S.A.	31/03/2010
MARCOPOLO S.A.	31/03/2010
NATURA COSMETICOS S.A.	31/12/2009
SOUZA CRUZ S.A.	31/12/2008
TAM S.A.	31/03/2010
TELEC DE SAO PAULO S.A. – TELESP	31/03/2010
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS	31/12/2009

No quadro 1 são apresentadas as empresas que publicam voluntariamente seus demonstrativos segundo as normas internacionais, bem como a data de referência do primeiro demonstrativo publicado em padrão IFRS.

3.2 Procedimentos do Estudo de Eventos

Para detectar a reação do mercado à publicação dos demonstrativos contábeis em conformidade com os IFRS's aplicou-se a metodologia de estudo de eventos, pela qual se busca identificar anormalidades nos retornos dos títulos (CAMARGOS e BARBOSA, 2003). Para operacionalização da pesquisa, especificou-se como evento em análise a divulgação pública das primeiras demonstrações contábeis em padrão IFRS. O segundo passo foi a

determinação da janela do evento, isto é, o período em que os preços dos títulos das empresas seriam analisados. A janela englobou um período de 5 dias posteriores ao evento (para a verificação das efetivas alterações) além de período de 5 dias anteriores ao evento (com o intuito de observar um possível “vazamento” de informações privilegiadas). A Janela de estimação abrangiu 50 dias como é demonstrado na Figura 2.

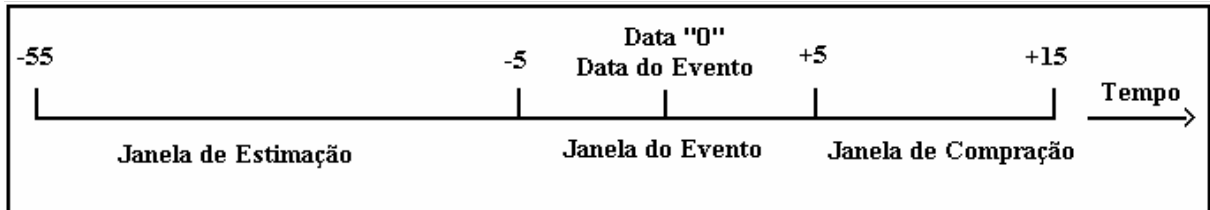


Figura 2: Linha de tempo de um estudo de eventos

Problemas de negociações infreqüentes foram solucionados pelo procedimento preconizado por Maynes e Rumsey (1993) denominado “*trade-to-trade*”, no qual dias sem negociação são desconsiderados para fins de análise. O cálculo dos retornos diários dos títulos foi realizado a partir do método logarítmico, que possibilita uma distribuição simétrica dos dados, aproximando-os, assim, de uma distribuição normal. Dessa forma, conforme explicitado por Vieira e Procianoy (1998) a taxa de retorno de cada empresa J para o dia t , após um intervalo i decorrido desde a última negociação calculada de acordo com o procedimento *trade-to-trade* pode ser obtido por:

$$R_{j,it} = \ln\left(\frac{P_{jt}}{P_{j(t-i)}}\right) \quad (1)$$

Ao analisar capacidade de detecção de anormalidades entre diversos modelos existentes para o mercado brasileiro, Soares, Rostagno e Soares (2002) concluíram que os resultados das pesquisas independeriam da escolha entre os modelos de determinação de retornos normais disponíveis, destacando um desempenho ligeiramente superior do Modelo Ajustado ao Risco e ao Mercado. Assim, este último modelo foi selecionado para o cálculo dos retornos esperados e dos títulos. A referida técnica enquadra-se dentro da categoria de modelos estatísticos e assume que o retorno dos ativos é uma variável dependente, determinada pelo retorno do Mercado (representado pelo retorno do Ibovespa). Os retornos normais e retornos anormais foram dados respectivamente pelas seguintes fórmulas:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$AR_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt} \quad (3)$$

A acumulação dos retornos anormais pode proporcionar uma melhor visualização do efeito global do evento, uma vez que a trajetória seguida pelos retornos é analisada para um período de tempo mais significativo (TAKAMATSU *et al.*, 2008). Os retornos anormais acumulados para o título i , ao longo do tempo, podem ser obtidos pela fórmula:

$$CAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (4)$$

Para se analisar os retornos anormais acumulados – devido a limitações do tamanho da amostra de empresas analisadas – foi utilizado o teste dos sinais, menos rigoroso em relação ao tipo de distribuição de probabilidades das variáveis analisadas. Neste teste, a hipótese nula é de que há a mesma probabilidade de que os retornos anormais acumulados (CAR) sejam positivos ou negativos (LIMA, 2005). Caso não se possa rejeitar a hipótese nula, serão encontrados indícios de que a adoção voluntária das normas IFRS não contribuiu significativamente para a elevação do preço das ações. A estatística teste utilizada para o teste

dos sinais está abaixo demonstrada:

$$\theta = \left[\frac{N^+}{N} - 0,5 \right] \frac{\sqrt{N}}{0,5} \sim N(0,1) \quad (5)$$

Entretanto, o retorno anormal tanto positivo quanto negativo, mesmo estatisticamente significativo, poderia ser influenciado pela performance da empresa explicitada pelos números contábeis e não necessariamente pelo fato de esta ter adotado os padrões IFRS. Para que a referida análise fosse realizada, utilizou-se um modelo inspirado em Horton e Serafeim (2009). Tais autores buscaram explicar o CAR (retorno anormal acumulado) de janela de 11 dias pela diferença entre o resultado UKGAAP e IFRS, pela presença na SEC e pelo fato das empresas anunciarem ou não reconciliação antecipadamente. Baseado no modelo de Horton e Serafeim (2009), estimou-se a regressão abaixo apresentada:

$$CAR_{-5+5} = \alpha_0 + \beta_1 Ifrs_before + \beta_2 Ifrs_now + \beta_3 \Delta Lucro + \varepsilon \quad (6)$$

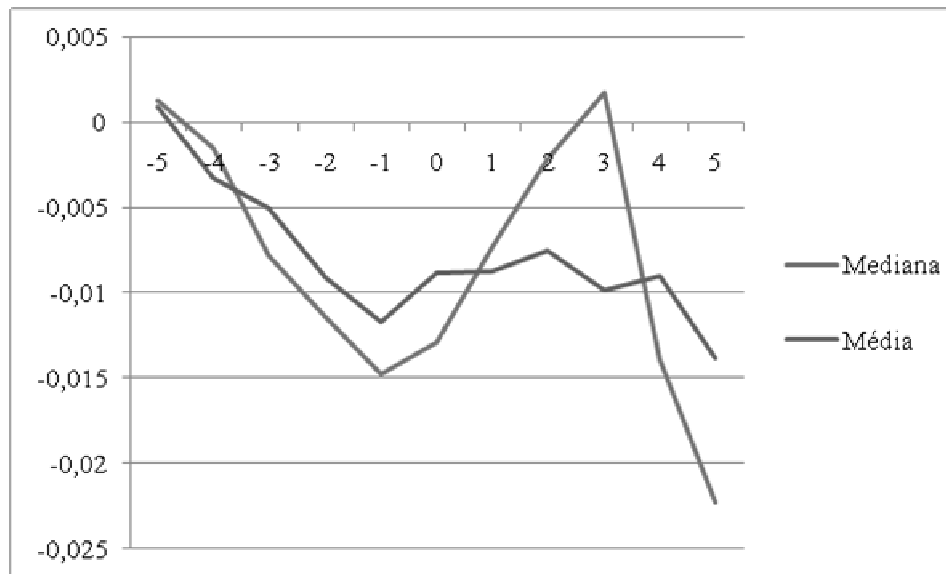
Nesse modelo, o retorno anormal acumulado (CAR) foi considerado a variável dependente, sendo explicada por três variáveis:

- i) *Ifrs_before*, que mensura se a empresa em análise adotava anteriormente a data do evento (isto é, anteriormente ao primeiro trimestre de 2010) os padrões IFRS. Espera-se uma relação direta do CAR com essa variável. Dessa maneira, espera-se que caso a empresa adotasse anteriormente os padrões IFRS, a mesma apresente um nível superior de qualidade das informações, elevando o impacto da divulgação das informações no mercado de capitais;
- ii) *Ifrs_now*, pela qual é possível captar se a empresa em análise apresentou suas demonstrações pela primeira vez de acordo com as normas IFRS. Espera-se uma relação ainda maior dessa variável (em relação a anteriormente descrita) com os retornos acumulados. Isso porque a empresa está sinalizando ao mercado pela primeira vez um maior comprometimento com o mercado relativo ao nível de *disclosure*, adotando as normas IFRS pela primeira vez; e
- iii) $\Delta Lucro$ (variável de controle), que mede a variação do lucro em relação ao trimestre equivalente do período anterior. Dessa maneira, tal variável é dada pela diferença entre o lucro do primeiro trimestre de 2010 e ou lucro do primeiro trimestre de 2009. Espera-se um sinal positivo de tal relação dado que quanto maior a variação do lucro entre anos, mais o mercado considerara essa informação como uma “boa notícia”, gerando dessa forma, uma anormalidade positiva nos lucros.

4 APRESENTAÇÃO DOS DADOS E DISCUSSÃO DAS INFORMAÇÕES

Analisou-se se o evento “divulgação das demonstrações em IFRS” no primeiro trimestre de 2010 surtiria impacto nos preços e retornos das empresas. Assim sendo, a hipótese nula testada foi a de que esse tipo de evento não apresentaria impactos na percepção dos investidores quanto às empresas analisadas. Caso a hipótese nula não possa ser rejeitada, tem-se que os retornos anormais não foram significativos, demonstrando que os agentes do mercado de capitais não teriam motivos para alterar decisões de investimento e a composição de portfólios quando da divulgação desse tipo de informação apresentada pela contabilidade das empresas.

Para melhor análise dos resultados, acumularam-se os retornos anormais das empresas componentes do índice IBrX que divulgaram voluntariamente seus demonstrativos segundo as normas internacionais. O Gráfico 1 ilustra os resultados encontrados, apresentando-os graficamente.

Gráfico 1 – Média/ Mediana dos retornos anormais acumulados

Observa-se no Gráfico 1 que, tanto a média quanto a mediana dos retornos anormais acumulados, mantiveram-se ao longo da janela de evento em um patamar negativo. Um fato interessante de ser observado é de que, apesar de uma recuperação da mediana dos retornos normais acumulados no período pós-evento, não é possível detectar esse mesmo comportamento na média dos retornos anormais, sendo que referida medida apresenta uma tendência de queda ao longo da janela. Apesar da validade da análise gráfica, para testar a real significância do comportamento apresentado antes do evento, mostra-se necessários a utilização de testes estatísticos mais robustos.

Conforme explicitado na metodologia, o teste adotado foi o teste de Sinais, pelo qual a hipótese nula adotada é a de que a proporção de retornos anormais acumulados positivos é igual à proporção de retornos anormais negativos. Os retornos anormais acumulados das empresas que adotaram o padrão IFRS, bem como a estatística de teste alcançada são descritos na Tabela 1.

Tabela 1 - Teste dos sinais para os retornos acumulados

Empresas	CAR [-5, +5]
CIA BEBIDAS DAS AMERICAS - AMBEV	-0.03720
CIELO S.A.	-0.05613
GERDAU S.A.	-0.00523
METALURGICA GERDAU S.A.	0.00688
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	0.02489
JBS S.A.	0.02819
LOJAS RENNER S.A.	-0.07968
MARCOPOLO S.A.	-0.02996
NATURA COSMETICOS S.A.	-0.02731
SOUZA CRUZ S.A.	-0.03641
TAM S.A.	0.01018
TELEC DE SAO PAULO S.A. - TELESP	-0.02231
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS	0.04372
Número de positivos	5
Número de negativos	8
Estatística teste	-0.83205

Como a estatística teste 'θ' alcançada foi igual a 0,832 e, dado um valor crítico de 1,65

para um nível de 90% de confiança, observa-se que não foi possível rejeitar a hipótese nula. Ou seja, considerando o modelo de mercado como estimador dos retornos anormais e dado suas limitações, conclui-se que a divulgação das demonstrações contábeis voluntariamente de acordo com as normas internacionais de Contabilidade não contribui significativamente para a elevação do preço das ações das companhias que assim o procederam.

Para se isolar o efeito da adoção dos padrões IFRS dos demais efeitos referentes à divulgação das informações contábeis, procedeu-se com uma análise de regressão. Por se tratar de uma amostra em corte transversal o problema econométrico da heterocedasticidade já era esperado. Ao realizar o teste de White, a heterocedasticidade foi confirmada, levando a necessidade da estimação do modelo de regressão com os estimadores consistente de White. O resultado da regressão é explicitado na Tabela 2:

Tabela 2 – Output para o modelo Estimado

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística – t	Prob.
IFRS_BEFORE	-0.005584	0.011475	-0.4866	0.6279
IFRS_NOW	0.002259	0.016	0.141208	0.8881
Δ Lucro	3.02E-08	1.34E-08	2.262525	0.0265
C	-0.015086	0.004975	-3.032056	0.0033
R2	0.040354		Estatística F	1.079293
R2 Ajustado	0.002965		Prob (Est. F)	0.36295
Durbin-Watson	1.98378			

Por intermédio dos resultados encontrados na regressão, é possível observar que tanto a publicação segundo as normas IFRS (independente do fato da mesma estar sendo realizada pela primeira vez ou não) não foi capaz de explicar de forma significativa as anormalidades dos retornos apresentados pelas empresas. Observa-se ainda que, tanto o coeficiente de determinação, quanto o coeficiente de determinação ajustado apresentaram patamares bastante baixos. Nesse sentido, a estatística-F confirma a baixa significância do modelo estimado, uma vez que não é possível rejeitar a hipótese nula de que o modelo como um todo não é estatisticamente significativo a um nível de 90% de confiabilidade (valor $p=0,36$). Excluindo-se então, as variáveis que explicitam a adoção antecipada das normas IFRS, o modelo apresentado na Tabela 3 é encontrado.

Tabela 3 – Output para o modelo estimado ajustado

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística – t	Prob.
Δ Lucro	0.00000003	0.00000001	2.31611700	0.02310000
C	-0.01534700	0.00443000	-3.46458500	0.00090000
R2	0.038345		Estatística F	3.150048
R2 Ajustado	0.026172		Prob (Est. F)	0.079777
Durbin-Watson	1.979746			

A partir da Tabela 3 é possível observar que a exclusão das variáveis relativas a adoção voluntária tornou a equação estatisticamente significativa (avaliada pela estatística-F) a um nível de 90% de confiabilidade. Dessa maneira, encontrou-se que os retornos anormais das firmas estariam mais relacionados ao conteúdo dos demonstrativos, se os mesmos apresentavam “boas” ou “más” notícias do que ligado à forma com que esses demonstrativos eram gerados. Entretanto, cabe ressaltar que tais resultados devem ser analisados com prudência, uma vez que apesar de significativa, a regressão estimada apresentou coeficientes de determinação inexpressivos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo da presente pesquisa consistiu em detectar reação do mercado acionário frente à adoção do IFRS, a qual está relacionada a uma série de modificações nos critérios e escolhas contábeis. Para que o objetivo proposto fosse alcançado, analisou-se uma amostra composta por 81 empresas não financeiras componentes do Índice Brasil (indicador que retrata o comportamento das principais ações negociadas no Brasil - IBrX), dentre as quais 13 adotaram antecipadamente e de maneira voluntária os padrões IFRS. Para consecução do estudo, foram coletadas as datas de apresentação das demonstrações contábeis na Comissão de Valores Mobiliários, bem como as cotações das ações das companhias selecionadas em datas próximas aos eventos. Em complemento, foram coletados os dados referentes às demonstrações financeiras padronizadas (particularmente a Demonstração do Resultado do Exercício) do primeiro trimestre de 2010.

Por intermédio da metodologia do Estudo de Eventos, mais especificamente valendo-se do modelo de mercado para a estimação dos retornos normais, buscou-se verificar se a presença de anormalidade nos retornos em torno da data da divulgação das informações financeiras em padrão IFRS. Ao se analisar a significância dos retornos anormais agregados (CAR- *Cumulative Abnormal Return*), obteve-se uma estatística de teste não significativa, não se podendo, portanto, rejeitar a hipótese nula.

Nesse mesmo sentido, realizou-se uma análise de regressão objetivando segregar a parcela dos retornos anormais acumulados (CAR) ocasionada pela adoção voluntária do IFRS dos demais efeitos. Estimada a regressão, detectou-se que a adoção voluntária dos padrões IFRS (tanto no primeiro trimestre de 2010 quanto em períodos anteriores) não pode ser considerada uma variável estatisticamente significativa. Dessa maneira, considerando as limitações da metodologia, conclui-se que a adoção voluntária das normas internacionais de Contabilidade não contribui significativamente para a alteração do preço das ações e a conseqüente mudança de percepção dos agentes de mercado acerca das companhias analisadas.

Como limitação da pesquisa, encontra-se o fato de que a amostra selecionou de maneira não-probabilística empresas componentes do indicador IBrX. Também se demonstrou como fator limitante o reduzido número de empresas da amostra que adotaram de maneira voluntária os padrões IFRS. Dentre as possibilidades para futuras pesquisas, encontra-se a análise do impacto do evento “anúncio da divulgação em padrão em IFRS por parte das empresas”. Ainda nesse sentido, mostra-se válida a análise não só da reação do mercado de capitais frente à adoção dos padrões IFRS, mas também a análise dos fatores que influenciaram/determinaram a referida adoção.

Para continuidade das pesquisas envolvendo esse assunto, a expectativa é de que a transição obrigatória dos padrões contábeis utilizados por todas as companhias com ações negociadas no mercado de ações brasileiro (BMF&Bovespa) ampliará a quantidade da amostra a ser analisada, oferecendo possibilidades a uma gama de análises, não só com relação ao impacto no mercado de capitais, mas também no nível de conservadorismo, na qualidade da informação contábil e de como essas alterações afetam a comparabilidade das demonstrações financeiras.

REFERÊNCIAS

ARMSTRONG, C.; M. BARTH; A. JAGOLINZER; E. RIEDL. Market Reaction to Events Surrounding the Adoption of IFRS in Europe.” *Working paper*, Harvard Business School and Stanford University, 2007. disponível em: <http://ssrn.com/abstract=903429>. Acesso em: 20 set 2010.

CALIXTO, L. Análise das pesquisas com foco nos impactos da adoção do IFRS em países europeus. *Revista de Contabilidade Vista & Revista*, v. 21, n.1, p. 157-187, jan./mar. 2010.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F.V; Estudo de eventos: teoria e operacionalização. *Caderno de Pesquisas em Administração*. São Paulo, v. 10, n. 3, jul./ set. 2003.

CARVALHAL, R. B. D. Causalidade entre os retornos contábeis e os retornos do mercado de ações brasileiro. In. XXXIV Encontro da ANPAD, 2010, Rio de Janeiro-RJ. *Anais...*Rio de Janeiro-RJ, 2010.

CHAN, K. C., SEOW, G. S. The Association Between Stock Returns and Foreign GAAP Earnings Versus Earnings Adjusted to U.S. GAAP. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 21, issue1, p.139-158, 1996.

DALMÁCIO, F. Z.; REZENDE, A. J. A relação entre o timeliness e a utilidade da informação contábil e os mecanismos de governança corporativa: evidências no mercado acionário brasileiro. *BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, v. 5, n. 3, p. 163-174, set./dez. 2008.

EL HAJJ, Z. S.; LISBOA, L. P. Business combinatione Consolidação das Demonstrações Contábeis: Uma Abordagem Comparativa entre os Pronunciamentos e Normas dos USGAAP, IASC e Brasil. *Revista de Contabilidade & Finanças FEA USP*. São Paulo. Ano XII, Vol. 16, Número 27, 33-58, set/dez. 2001.

HORTON, J., SERAFEIM, G. (2010). Market reaction to and valuation of IFRS reconciliation adjustments: first evidence from the UK. *Review of Accounting Studies*, v. 15, n 4, p. 725-751, Dez. 2010.

IASB – International Accounting Standards Board. About us / Frequently Asked Questions /How is The IASB Structured? / *IASB And The IASC Foundation, Who We Are And What We Do*. Disponível em: <www.iasb.org>. Acesso em 01 Nov 2010.

KARAMANOU, I. e G. NISHIOTIS. The Valuation Effects of Firm Voluntary Adoption of International Accounting Standards. *Working paper*, University of Cyprus, 2005.

KPMG. *IFRS Workshop: A visão de quem audita*. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/seminario/ifrs_kpmg.pdf>. Acesso em: 14 Nov 2010

KIRCHNER, A. E.; OTT, E. Aplicação das Normas Contábeis Brasileiras e Norte-Americanas: uma análise na conciliação da demonstração das diferenças no lucro líquido e do patrimônio líquido da AMBEV. In: V CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2005, São Paulo – SP. *Anais...* São Paulo: USP, 2005.

LEMES, S.; CARVALHO, L. N. G. Efeito da Convergência das Normas Contábeis Brasileiras para as Normas Internacionais do IASB. In: IV CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2004, São Paulo – SP. *Anais...* São Paulo: USP, 2004.

LIMA, G. A. S. F. *Governança corporativa e hipótese de mercados eficientes: o estudo do*

anúncio da emissão de American Depositary Receipts (ADRs) com a utilização de estudos de evento. 2005. Dissertação (Mestrado 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, São Paulo. 2005.

LIMA, V. S. ; LIMA, G. A. S. F. ; LIMA, I. S. ; CARVALHO, L. N. G. . Determinantes da Convergência aos Padrões Internacionais no Brasil. In: IV Congresso ANPCONT, 2010, Natal. *Anais...* Natal: 2010.

MAYNES, E.; RUMSEY, J. Conducting event studies with thinly traded stocks. *Journal of Banking and Finance*. v. 17, p.145-157. 1993.

NETO, A. S.; TEIXEIRA, A. J. C.; LOSS, L.; LOPES, A. B. O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, n. 37, p. 46-58, jan./abr. 2005.

NETO, S. A.; GALDI, F. C.; DALMÁCIO, F. Z. Uma pesquisa sobre o perfil das ações brasileiras que reagem à publicação dos resultados contábeis. *RCO – Revista de Contabilidade e Organizações*, v. 3, n. 6, p. 22-40, maio/ago. 2009.

PRATHER-KINSEY, J. JERMAKOWICZ, D. e VONGPHANITH, T.(2008). Capital market consequences of European firms' mandatory adoption of IFRS. *AAA conference Anaheim*. Disponível em: <<http://www.business.illinois.edu/accountancy/research/vkzcenter/conferences/warsaw/paper/Kinsey.pdf>> Acesso em: 14 Nov 2010

RENDERS, A.; GAEREMYNCK, A. The impact of legal and voluntary investor protection on the adoption of international financial reporting standards (IFRS). *De Economist*, v. 155, n. 1, p. 49-72, 2007.

SANTOS, E. S.; CALIXTO, L. Impactos do início da harmonização contábil internacional (Lei 11.638/07) nos resultados das empresas abertas. *RAE eletrônica*, v. 9. N. 1, São Paulo, jan./jun., 2010.

SOARES, R. O.; ROSTAGNO, L. M.; SOARES, K. T. C. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. In: ENANPAD, XXVI, Salvador. *Anais...* Salvador-BA, ANPAD, 2002. CD-ROM.

TAKAMATSU, R. T.; LAMOUNIER, W. M.; COLAUTO, R. D. Impacto da Divulgação de Prejuízos nos Retornos de Ações de Companhias Participantes do Ibovespa. *Revista Universo Contábil*, v.4, n.1, p.46-63, 2008.

VIEIRA, K. M.; PROCIANOY, J. L. Reação do mercado a stock splits e stock dividens: um estudo de evento e um teste para a hipótese de liquidez. In: ENANPAD, XXII, Foz do Iguaçu. *Anais...* Foz do Iguaçu-Pr, ANPAD, 1998. CD-ROM.

WEFFORT, E. F. J. *O Brasil e a Harmonização Contábil Internacional*. São Paulo: Atlas, 2005.