

VALUE-RELEVANCE DE INFORMAÇÕES CONTÁBEIS PARA INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS NO BRASIL

André Aroldo Freitas de Moura

Mestrando em Administração e Controladoria
Universidade Federal do Ceará (UFC)
Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria (PPAC)
Rua Coronel João Augusto Lima, 222 APT- 1302
Edifício: Notting Hill
CEP: 60810-321 - Fortaleza-CE
E-mail: andrearoldmoura@gmail.com

Antônio Carlos Dias Coelho

Pós-Doutor em Contabilidade e Controladoria
Universidade Federal do Ceará (UFC)
Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria (PPAC)
Avenida Beira Mar, 1100 APT- 600
Edifício: Bayside
CEP: 60165-120 - Fortaleza-CE
E-mail: accoelho@secrel.com.br

RESUMO

O estudo se delinea na investigação de conteúdo informacional de agregados contábeis no preço da ação nas instituições financeiras negociadas na BM&FBovespa. Investiga-se a estrutura temporal dos lucros e variáveis contábeis com a estrutura corrente do preço da ação. A metodologia empregada utiliza análise de dados em painel para toda a amostra e série temporal abrangendo os testes de cointegração de Johansen e causalidade de Granger para os três maiores bancos do setor: Banco do Brasil, Bradesco e Itaú. Os resultados mostram evidências de que o lucro, o resultado da intermediação financeira e a receita de tarifas bancárias possuem conteúdo informacional na precificação das ações no segmento e que existe relação de longo prazo entre o lucro e o preço da ação no Banco do Brasil e no Banco Itaú. Ademais, houve relação de causalidade do lucro para o preço em relação às ações do Banco Itaú e do Banco do Brasil e do resultado da intermediação financeira quanto às ações do Banco Itaú. Contudo tais causalidades foram identificadas com defasagem temporal, o que implicaria em baixo nível de antecipação do registro contábil.

Palavras-chave: Value-Relevance; Informações Contábeis; Bancos; Preço de Ações.

Área temática: Mercados Financeiro, de Crédito e de Capitais

1 INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, as pesquisas que relacionam informação contábil com mercado de capitais têm sido realizadas com a finalidade de investigar a capacidade informacional dos números contábeis em transmitir informações que alterem as expectativas dos investidores e, conseqüentemente, o preço das ações das companhias (SARLO NETO, 2004).

Nessas pesquisas, o mercado de capitais representa um ambiente em que se pode verificar se as alterações nos preços das ações estão correlacionadas com a divulgação das informações contábeis, possibilitando, assim, confirmar se essas informações são relevantes para os investidores (NASCIMENTO, 2006).

Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) foram os primeiros a confirmar que o preço das

ações reage à divulgação das informações contábeis, indicando que podem influenciar decisões de investimento no mercado de capitais. Assim, estabeleceu-se que os resultados contábeis possuem informações relevantes para o mercado de capitais, ou seja, eles são *value-relevant*.

No Brasil, as pesquisas sobre *value-relevance* são mais recentes e a maioria delas passou a ser realizada após a introdução das IFRS no Brasil (LIMA, 2010; VIEIRA, 2010). Averiguam se agregados contábeis apurados pelo padrão contábil IFRS possui maior conteúdo informacional do que o apurado pela legislação até então vigente.

Por outro lado, tais pesquisas enfatizam a investigação do impacto do agregado final apurado pela contabilidade, ou seja, o lucro, sobre o preço das ações no mercado de capitais, (GALDI; LOPES, 2008), avaliando, desta forma, o efeito de fixação informacional dos investidores neste resultado que sumariza todo o conteúdo informacional das demonstrações contábeis.

Em linha com o arcabouço teórico proposto por Ohlson (1995) e por Beaver (2002), que relatam a combinação da teoria de avaliação da firma e do contexto da divulgação das informações contábeis, permite-se aos pesquisadores predizer como quaisquer variáveis contábeis estarão relacionadas com variáveis de mercado. Dito de outro modo pode-se esperar que não apenas o lucro, mas outras variáveis contábeis possam ter conteúdo informacional para as decisões dos investidores.

Ademais, quase sem exceção, os estudos sobre o tema são conduzidos em amostras de empresas não financeiras, devido à especificidade da atividade de intermediação financeira, o que leva a contabilidade de instituições financeiras a não ser comparável às demonstrações contábeis de entidades industriais e comerciais.

Tal característica impõe que se pesquise a informação contábil de intermediários financeiros de forma singular; os estudos brasileiros sobre *value-relevance* das informações contábeis de instituições financeiras são escassos. Internacionalmente, ainda se constata que os estudos recentes acerca de relevância de informações contábeis produzidas por bancos estão, com maior destaque relacionados com a emissão de derivativos e com a adoção do padrão IFRS (VENKATACHALAM, 1996; AGOSTINO; DRAGO; SILIPO, 2011; FLOROPOULOS; MANGANARIS; SMARAGDI, 2011; PAPADAMOU; TZIVINIKOS, 2012).

Adicionalmente, Ohlson e Lopes (2007) destacam que muitos estudos averiguam relação entre preços e lucros, mas os autores enfatizam que é importante também se analisar os preços correntes em relação à estrutura temporal dos lucros, de modo a examinar se há persistência na relevância das informações contábeis para a formação de preços atuais.

No contexto traçado, a questão de pesquisa define-se assim: Informações contábeis, além do lucro, apresentam conteúdo informacional temporalmente relevante na formação do preço de ações de instituições financeiras listadas na BM&FBOVESPA?

Baseando-se no arcabouço teórico de Ohlson (1995) e Beaver (2002) sobre a relação de variáveis contábeis e variáveis de mercado, testa-se a hipótese de que informações contábeis divulgadas pelas instituições financeiras com atuação no Brasil são relevantes na determinação de seu valor pelos investidores.

Tal hipótese funda-se na pretensa qualidade das demonstrações contábeis de intermediários financeiros no Brasil, vez que são produzidas em regulação precisa e abundante, tanto por parte da autoridade monetária, quanto por meio da autoridade em valores mobiliários, as quais cercam a decisão dos gestores de bancos de formalização técnica, seja quanto à forma, seja quanto à essência da divulgação da posição econômico-financeira de tais firmas.

O objetivo do estudo é verificar se, dado o contexto brasileiro, as informações contábeis associadas ao setor bancário são relevantes para a tomada de decisão dos

investidores presentes ao mercado de capitais. A pesquisa busca contribuir para identificar relações informacionais para o funcionamento eficiente do mercado de capitais, verificando se as normas contábeis do setor são direcionadas ao público investidor e espera contribuir com os estudos de *value-relevance* da informação contábil no Brasil, em especial no setor bancário.

A importância de investigar essas características reside na medida em que gera evidências sobre o conceito de oportunidade do lucro contábil (*timeliness*), que reside na incorporação do lucro econômico ao lucro contábil no período em que ocorre, sendo o lucro econômico representado pela mudança no valor de mercado da empresa (GALDI; LOPES, 2008).

A escolha de instituições financeiras como objeto da pesquisa justifica-se primeiro pela sua importância na movimentação de recursos na economia (ANANDAJARAN *et al*, 2011) e segundo, pelas particularidades das atividades dessas instituições em relação às desempenhadas por entidades não financeiras. Vale destacar que as instituições financeiras são regulamentadas por órgãos do Sistema Financeiro Nacional, como o Banco Central do Brasil [BACEN] e o Conselho Monetário Nacional [CMN], além da Comissão de Valores Mobiliários [CVM].

A pesquisa delinea-se no estudo dos bancos listados na BM&FBovespa em dezembro de 2012, abrangendo o período do mês de dezembro a janeiro de 2013 para coleta de dados, efetuada nos sites da BM&FBovespa, do Banco Central do Brasil e no Banco de dados do Economática®. Trata-se de pesquisa descritiva, que adota procedimento documental e utiliza os métodos de análise de dados em painel e de série temporal para tratamento dos dados e realização dos testes das hipóteses propostas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Value-Relevance das informações contábeis

Desde Ball e Brown (1968) e Beaver (1968), vários outros estudos têm investigado a relação preço das ações *versus* informação contábil. No Brasil, Schiehl (1996) realizou o primeiro estudo com o objetivo de investigar se a divulgação das demonstrações contábeis anuais e trimestrais das companhias abertas produzia efeito no comportamento dos preços de suas ações. As evidências empíricas demonstraram que a divulgação dos números contábeis é relevante, pois produz alterações significantes nos preços das ações das empresas.

Segundo Lopes e Martins (2005), uma informação é relevante quando for capaz de alterar as perspectivas dos observadores. Assim, uma informação que não modifica as expectativas dos usuários acerca da realidade econômica não pode ser considerada economicamente relevante.

Por analogia, a informação contábil é relevante para a avaliação da firma quando sua divulgação altera as expectativas dos investidores sobre o fluxo de caixa futuro da companhia. Como os preços das ações refletem as perspectivas dos agentes econômicos, as mudanças nesses preços são indícios de divulgação de informação relevante (LIMA, 2010; LOPES; MARTINS, 2005).

No início deste século, vários estudos foram feitos usando dados de outros mercados desenvolvidos, sobretudo na Europa, com a finalidade de verificar a relevância das informações contábeis, bem como de compará-los com os resultados encontrados no mercado americano (BEAVER, 2002; KLIMCZAK, 2009).

Na opinião de Beisland (2008), o conceito de *value relevance* pode ser compreendido por diferentes perspectivas. Francis e Schipper (1999) apresentam quatro interpretações para o termo.

A primeira delas supõe que as informações contábeis antecipam os preços, por capturarem o valor intrínseco das ações. Assim, essa interpretação supõe que as informações

contábeis refletem o valor intrínseco das ações, e não os seus preços. Nesse entendimento, a informação contábil é considerada relevante quando os portfólios formados com base nessa informação estiverem relacionados com retornos anormais.

A segunda interpretação considera a informação contábil relevante quando contiver variáveis que possam ser utilizadas em um modelo de avaliação de empresas ou que contribuam para prever essas variáveis. Nessa perspectiva, investiga-se a capacidade dos dados contábeis de serem utilizados para prever dividendos, fluxos de caixa e lucros.

A terceira interpretação define o termo relevância da informação como a capacidade de as informações contábeis modificarem um conjunto de informações disponíveis no mercado, influenciando as decisões dos investidores. Nesta abordagem, a relevância da informação é investigada quando ocorre a introdução de uma nova informação no mercado que possa induzir os investidores a alterar suas expectativas e, assim, modificar os preços das ações. Logo, a informação contábil será relevante se puder ser usada pelos investidores no processo de precificação. Segundo Lima (2010), as pesquisas que seguem as metodologias de estudos de evento de Ball e Brown (1968) e de Beaver (1968) tendem a considerar a relevância da informação nos termos dessa interpretação.

Na quarta interpretação, entendem os autores que a relevância da informação é verificada pela associação estatística significativa entre variáveis contábeis e variáveis de mercado, geralmente em períodos superiores a um ano. Além disso, a relevância é mensurada como a capacidade informacional das demonstrações contábeis em incorporarem a informação que afeta os valores das ações. Para Lima (2010), nesta interpretação, se uma variável contábil está associada com variáveis de mercado, então a informação contábil captura ou agrega informações que são usadas pelos investidores para determinar os preços ou retornos das ações. Os trabalhos de Barth, Beaver e Landsman (2001), de Stergios, Athanasios e Nikolaos (2005), de Beisland (2008) e de Filip e Raffournier (2010) são exemplos de estudos que adotam esta interpretação de relevância da informação.

As pesquisas que examinam a associação entre preço ou retorno das ações (variável dependente) e informações contábeis (variável independente), conhecidas como estudos sobre *value relevance*, utilizam diversas metodologias, como estudos de evento, estudos de associação relativa e estudos de associação incremental, geralmente por meio de regressões. Dependendo do objetivo do estudo e da metodologia empregada, podem ser classificados nas subáreas *eficiência de mercado*, *análise fundamentalista* e *avaliação* (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001; HOLTHAUSEN; WATTS, 2001).

Lo e Lys (2000) apontam que os estudos de relevância, que também analisam a relação entre variáveis contábeis e valores de mercado, têm seu foco na quantificação dessa relação. Em geral, são consideradas como variáveis contábeis o lucro e o patrimônio líquido, devido às suas características agregativa e sintetizadora. Essa abordagem não necessita de estimativas acerca do comportamento das variáveis analisadas (por exemplo, lucros anormais), tal como é requerido nos estudos de relevância.

Beaver (2002) destaca que a base teórica para os estudos de relevância da informação contábil para o mercado de capitais contempla a combinação da teoria de avaliação e o contexto da divulgação das informações contábeis. Assim, permite-se aos pesquisadores prever como as variáveis contábeis e outras informações relacionam-se com os valores de mercado. Nesse sentido, os modelos de Ohlson (1995) (*Residual Income Valuation* -RIV) e Ohlson e Juettner-Narouth (2005) conhecido como *Abnormal Earnings Growth* (AEG), vêm sendo testados amplamente por pesquisadores da área para averiguar a relação entre o lucro contábil e o preço da ação em empresas negociadas em bolsas de valores. O modelo de Ohlson (2005) apresenta modificações em sua estrutura em que o *book value* é excluído do modelo, trabalhando apenas com o lucro e suas variações, alegando que o lucro seria um estimador no mínimo igual ao *book value*, nunca inferior.

Muitos estudos se concentram na investigação do lucro mediante a hipótese de “fixação do lucro”. Nesse caso, a “fixação nos lucros” significa que os investidores não consideram, ao fazer suas estimativas de preços futuros, o diferencial proveniente da persistência dos componentes do lucro (*accruals* e fluxos de caixa), considerando apenas os níveis dos lucros totais (HAND, 1990; SLOAN, 1996). Sobre o tema, Houlthasen e Watts (2001) versam que a fixação nos lucros também decorre do uso do *bottom line* nas demonstrações contábeis, ressaltam que além disso outras variáveis contábeis são importantes no estudo da relevância para o mercado de capitais.

Nesse sentido, várias pesquisas foram realizadas enfatizando o tema da eficiência do mercado de capitais como os de Neto e Carmona (2005), Barbosa e Medeiros (2007) e Gaio, Alves e Júnior (2009). Gaio, Alves e Júnior (2009), por exemplo, verificaram a hipótese de mercado eficiente, na forma fraca, no mercado acionário brasileiro analisando os retornos das 50 ações mais negociadas na BOVESPA no período de 2000 a 2007. A metodologia utilizada foi baseada nos modelos ARIMA de séries temporais e nos testes de correlação serial dos retornos, a fim de se comprovar ou não aleatoriedade dos preços. Os resultados mostraram que mercado de ações brasileiro não evidenciou características de um mercado eficiente na forma fraca, no período considerado.

2.2. Revisão de Literatura

Na década de 1990 surgiram vários estudos de *value-relevance*, porém grande parte deles se limitou a utilizar somente dados dos Estados Unidos; um desses é o estudo de Amir, Harrir e Venuti (1993), considerado o primeiro a empregar a terminologia *value relevance* para se referir à relevância das informações contábeis para o valor das empresas (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001). Referidos autores analisaram se os ajustes de reconciliação do patrimônio líquido e dos resultados contábeis ao padrão contábil norte-americano de diversas companhias estrangeiras com ações negociadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE) eram relevantes para os investidores daquele país. Os resultados revelaram que as reconciliações possuem maior relevância quando comparadas com a divulgação de informações contábeis elaboradas de acordo com os respectivos padrões contábeis dos países de origem das companhias (LIMA, 2010).

Posteriormente, dada a limitação de estudos anteriores que investigaram um único mercado de capitais, Barth, Landsman e Lang (2001) averiguaram o aumento da relevância das informações contábeis voluntariamente divulgadas segundo as normas internacionais utilizando uma amostra de 1.896 companhias de 21 países de diferentes partes do mundo, nos anos de 1994 a 2003. Analisando os períodos anterior e posterior à adoção voluntária do padrão internacional, os autores basearam suas inferências no poder explicativo do R^2 , e encontraram um aumento desse coeficiente no ano da adoção da nova norma, quando comparado com períodos anteriores. Portanto, a divulgação voluntária das informações contábeis segundo as normas internacionais são relevantes para os investidores dos diversos países estudados.

Venkatachalam (1996) investigou a *value-relevance* de divulgações dos derivativos de bancos de acordo com o SFAS 119. Os resultados sugerem que as estimativas de valor justo de derivativos ajudam a explicar a variação nos preços das ações de bancos. O referido autor também executou regressões para fornecer evidências preliminares sobre a utilidade dos derivativos na análise de gestão de risco dos bancos. A análise revelou que apenas 47% dos bancos da amostra parecem usar derivativos para reduzir o risco.

Ebrahim e Hasan (2008) utilizando amostra de bancos comerciais de 1993 a 2002 investigaram os impactos da diversificação de produtos bancários em relação a incidência de juros em relação aos lucros bancários. Os referidos autores encontraram que retornos anormais estão mais relacionados em atividades bancárias onde não há incidência de juros do

que nas atividades em que há, oriundas da atividade regular bancária.

Papadamou, Tzivinikos (2012) investigaram o impacto da adoção das IFRS na *value-relevance* de bancos gregos com o intuito de averiguar se o incremento das IFRS aumentou a relevância dos dados contábeis. Os resultados revelam que a introdução das IFRS reforça a capacidade explicativa de dados contábeis em relação aos riscos sistêmico e não sistêmico. Acerca da relevância sobre o risco de indicadores contábeis, medidas de liquidez, credibilidade, lucro por ação e as provisões para perdas de crédito são inversamente relacionados aos riscos sistemáticos e não-sistemáticos no padrão IFRS. Além disso, o *spread* de taxa de juros e a diversificação de renda estão diretamente associados com medidas de mercado de risco, enquanto que o tamanho do banco é negativamente relacionado a medidas de risco nas IFRS. Os resultados indicam que a orientação do valor justo do IFRS é responsável pela maior relevância de fundamentos em oposição ao padrão contábil grego.

Anandarajan *et al* (2011) utilizando 28.785 observações de 813 instituições bancárias em 38 países durante o período 1993-2004, investigaram, entre outros, o papel da transparência, normas de contabilidade, financiamento, e ambientes bancários a nível do país e tamanho, risco. A evidência indica que, no nível macro, a extensão da evidenciação contábil obrigatória, as diferenças de práticas de contabilidade e o ambiente legal foram os fatores que mais influenciam o *value relevance* dos lucros e dos preços das ações.

Floropoulos, Manganaris e Smaragdi (2011) examinaram os níveis de conservadorismo e de *value-relevance* existente nos setores financeiros de três países europeus onde predomina o modo jurídico definido como *code-law* (Alemanha, França e Grécia) e um país onde predomina o sistema jurídico *common-law* (Reino Unido). Os autores utilizaram o modelo de Basu (1997) para a mensuração de conservadorismo e o modelo de Easton e Harris (1991) para a exame da *value-relevance*. Os resultados fornecem evidência de que o conservadorismo existe em todos os países antes da adoção do IFRS e que o seu nível diminuiu depois de 2005 apenas na França e Alemanha. Além disso, no período pós-IFRS, a percepção dos investidores sobre *value-relevance* diminuiu em países *code law* e aumentou no Reino Unido.

Agostino, Drago e Silipo (2011) investigaram a *value-relevance* de informações contábeis no setor bancário europeu, antes e após a adoção da IFRS nos bancos mais e menos transparentes. Os autores aplicaram o método de dados em painel em que os efeitos parciais dos lucros e do patrimônio líquido sobre os preços das ações estão sujeitas à existência da IFRS. A pesquisa mostrou evidências de que a introdução da IFRS melhorou o conteúdo informacional dos lucros e do valor contábil patrimonial dos bancos mais transparentes. Porém, os bancos menos transparentes não tiveram aumento significativo no valor contábil patrimonial.

Em âmbito nacional várias pesquisas se destacam na investigação sobre relevância das informações contábeis, dentre os quais Sarlo Neto *et al* (2003), Sarlo Neto, Loss e Nossa (2004), Lima e Terra (2004), Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008) e Galdi e Lopes (2008) segundo os quais a divulgação das demonstrações contábeis brasileiras induz a mudanças no comportamento dos preços das ações, confirmando a relevância das informações contábeis para o mercado de capitais. No entanto, não foi averiguado nenhum estudo em bancos no Brasil sobre a temática.

O estudo de Sarlo Neto *et al* (2003) analisou se as informações contidas nas demonstrações contábeis divulgadas influenciam os preços das ações, no período de 1995 a 2002. Por meio de um estudo de evento, os autores encontraram evidências de que os preços das ações tendem a variar na mesma direção que os resultados contábeis, demonstrando a relevância das informações contábeis para os investidores.

Seguindo a metodologia empregada por Ball e Brown (1968), Sarlo Neto, Loss e Nossa (2004) investigaram o impacto da divulgação das demonstrações contábeis sobre os

preços das ações das empresas negociadas no mercado brasileiro, no período de 1998 a 2002. Os autores verificaram como os retornos de diferentes tipos de ação (ordinária ou preferencial) reagiam à divulgação dos resultados contábeis. Os dados indicaram que as variações dos preços das ações preferenciais seguiam a mesma direção dos resultados divulgados, corroborando a hipótese da relevância das informações contábeis para os investidores. Entretanto, com relação às ações ordinárias a relevância das informações contábeis foi parcialmente confirmada, já que somente a carteira com retornos negativos acompanhou a direção dos resultados divulgados.

Lima e Terra (2004) investigaram se o conteúdo informacional das demonstrações contábeis trimestrais e anuais foi capaz de influenciar o processo de precificação das ações, no período de 1995 a 2002. Os resultados empíricos demonstraram que a divulgação das demonstrações contábeis das empresas com ações negociadas na BM&FBovespa, não influenciaram os preços de suas ações, porquanto não foram encontrados retornos anormais estatisticamente significativos na data da divulgação dos mencionados demonstrativos. Em seguida, as mesmas companhias foram distribuídas em dois grupos, o primeiro deles reunindo as que divulgaram lucros, e o segundo reunindo as que evidenciaram prejuízos. Após a segregação dos dados, verificou-se a existência de retornos anormais significativos na data de divulgação das demonstrações contábeis, sinalizando que os investidores reagem significativamente ao conteúdo informacional desses demonstrativos.

Para verificar a reação do mercado de capitais brasileiro ao anúncio de prejuízos financeiros no período de 2000 a 2004, Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008) utilizaram a metodologia de estudo de evento. Os resultados demonstram que o anúncio de prejuízos financeiros apresenta-se como uma informação relevante, já que foram constatadas reduções nos preços e nos retornos das ações nos dias seguintes ao de anúncio para a maioria das empresas analisadas. Além disso, constatou-se a eficiência do mercado brasileiro na forma semiforte, já que os retornos anormais diminuíram drasticamente dois dias depois do evento.

Galdi e Lopes (2008) investigaram a relevância da informação contábil para os mercados de capitais de países emergentes através da análise de existência de relação de longo prazo e de causalidade entre o lucro contábil e o preço das ações de empresas da América Latina. Os referidos autores utilizaram o teste de cointegração de Johansen (1991) e o teste de causalidade de Granger. Os resultados mostram que existe relacionamento positivo e significativo de longo prazo entre o lucro e os preços das ações. Contudo, os autores não puderam estabelecer uma relação clara de causalidade entre as duas variáveis.

3 METODOLOGIA

A população da pesquisa abrange as 27 instituições financeiras listadas na BM&FBovespa em 10 de dezembro de 2012. Destas 27 foram excluídas as empresas Alfa Holding S.A, o Itau Unibanco Holding, o Consórcio Alfa de Administração e o BTG Pactual, por possuírem pouquíssimas informações que inviabilizavam o estudo; e o Banco da Patagônia por não operar no Brasil. O Banco do Pará S.A(BANPARÁ) e o Banco de Brasília S.A (BRB) também foram excluídos por não possuírem liquidez e portanto, ausência de informações sobre o preço da ação ao longo da série temporal.

O critério para a escolha do período de pesquisa é o de que houvesse maior quantidade possível de empresas com dados disponíveis; pelo critério, portanto, definiu-se como data inicial dezembro de 2007 (antes deste marco as informações são incompletas ou inexistentes). A amostra foi constituída, portanto, de 20 empresas com dados trimestrais entre Dezembro de 2007 e Setembro de 2012 constituindo 20 trimestres.

Ainda por tal critério, não foi possível completar todos os dados referentes a todos os trimestres. Destaca-se que os dados referentes à variável receita tarifária só estavam disponíveis a partir do terceiro trimestre de 2008 no banco de dados do Banco Central do

Brasil, fonte de coleta dos dados da pesquisa. Os dados foram coletados do Banco de dados do Banco Central (BACEN), do sítio da BM&FBOVESPA e do banco de dados da Economática®. As 20 empresas que compõem a amostra do estudo estão relacionadas no quadro 1.

QUADRO 1: Bancos da Amostra

Bancos da Amostra			
ABC BRASIL S.A.	ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	INDUSVAL S.A.	PANAMERICANO S.A.
ALFA DE INVESTIMENTO S.A.	INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.	ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	PARANA S.A.
AMAZONIA S.A.	BRADESCO S.A.	MERCANTIL DO BRASIL S.A.	PINE S.A.
ESTADO DE SERGIPE S.A. - BANESE	BRASIL S.A.	MERCANTIL DE INVESTIMENTOS S.A.	SANTANDER (BRASIL) S.A.
EST ESPIRITO SANTO S.A - BANESTES	DAYCOVAL S.A.	NORDESTE DO BRASIL S.A.	SOFISA S.A.

Fonte: Dados da pesquisa.

A pesquisa investiga conjunto de informações contábeis selecionadas que possam ter relevância na avaliação de ações de bancos brasileiros. Foram elencadas os seguintes agregados contábeis: “Lucro Líquido”, “Receita Tarifária”, “Receita da Intermediação Financeira”, “Provisão para Credores Duvidosos” e “Resultado da Intermediação Financeira”, como *proxy* contábil para *spread* praticado pelos bancos.

O pressuposto para testar a relevância de outros agregados contábeis que não o lucro, presente no arcabouço teórico seminal de Ohlson (1995), é que a especialização do tipo de empresa pesquisada levaria ao interesse por suas ações por investidores sofisticados, dada a complexidade da formação do lucro deste tipo de atividade.

Assim, investidores não ingênuos buscariam conteúdo informacional nas outras medidas selecionadas, seja como indicativo de fluxos futuros de caixa, seja como medida de risco dos bancos.

É de notável saber, por exemplo, que instituições financeiras operam como intermediadores financeiros e, dessa forma, realizam ganhos por meio apenas do resultado da intermediação financeira, que oscilam diretamente associadas à taxa de juros da economia e da estimativa de risco daí decorrente, o qual tem impacto específico sobre a formação do lucro dos bancos; por outro lado, receitas oriundas da cobrança de tarifas bancárias têm base em conceitos totalmente diversos, podendo ser mais afetadas por medidas mercadológicas individuais dos bancos.

Estes agregados afetam o lucro, mas se decompostas, podem ser melhores estimadores dos fluxos de caixa futuros dos bancos, podendo ter, por conseguinte, relevância peculiar para a formação do valor da ação. Adicionalmente, utiliza-se medida específica do risco intrínseco envolvido nas operações bancárias de oferecer crédito aos agentes econômicos. Portanto, o agregado que representa a provisão para devedores duvidosos foi elencada como *proxy* para avaliar o efeito deste risco assumido pelas instituições financeiras na precificação de suas ações.

Os testes foram realizados pela regressão das variáveis contábeis explicando o preço das ações, apurados todos em termos trimestrais; adicionalmente foram feitos testes de cointegração entre a série temporal de preços das ações e as respectivas séries de lucro líquido e de resultado da intermediação financeira. Essa limitação deveu-se à escassez de

dados para as outras variáveis no período sob análise, o que impossibilitaria o teste.

Todas as variáveis foram escalonadas de acordo com a quantidade de ações emitidas por cada banco pesquisado.

Para o primeiro teste, os dados foram analisados por meio de regressão de dados em painel não balanceado. A regressão de dados em painel, conforme Fávero *et al* (2009), mede a relação entre variáveis ao longo do tempo. A equação 1 ilustra o modelo econométrico utilizado:

$$Pr e\check{c}o_{it} = \beta_0 + \beta_1 Lucro_{it} + \beta_2 Spread_{it} + \beta_3 Pr ov_{it} + \beta_4 Re cTar_{it} + \beta_5 Re cIntFin_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que:

$Pr e\check{c}o_{it}$: preço por ação da instituição financeira (i) no trimestre (t);

$Lucro_{it}$: lucro líquido por ação da instituição financeira (i) no trimestre (t);

$Spread_{it}$: resultado da intermediação financeira por ação da firma (i) no trimestre (t);

$Pr ov_{it}$: provisão para credores duvidosos por ação da instituição financeira (i) no trimestre (t);

$Re cTar_{it}$: receita tarifária por ação da instituição financeira (i) no trimestre (t);

$Re cIntFin_{it}$: receita de intermediação financeira por ação da instituição financeira (i) no trimestre (t);

β_0 : coeficiente linear do modelo;

$\beta_{1..5}$: coeficientes angulares do modelo; e

ε_{it} : termo de erro do modelo.

O modelo (POLS (Pooled ordinary least squares), Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios) de regressão que melhor se adequava à consistência e eficiência da estimação foi escolhido pela realização do teste do multiplicador de Lagrange de Breusch e Pagan para decidir entre o modelo POLS e o modelo de efeitos aleatórios, do teste de Chow para se escolher entre o POLS e o de efeitos fixos, e do teste de Hausman para averiguar entre o modelo de efeitos fixos e aleatórios.

O modelo de efeitos aleatórios se apresentou como o mais adequado para o processamento da regressão, cujos pressupostos de ausência de heterocedasticidade foram corrigidos com a formulação do modelo robusto de White. Destaca-se que o pressuposto de multicolinearidade teve que ser ignorado, uma vez que o estudo utiliza várias contábeis que invariavelmente apresentam correlação significativa entre si. O mesmo ocorreu no estudo de Anandajaran *et al* (2011). Deste modo, o modelo foi suavizado destacando-se que os regressores não apresentaram correlação com os resíduos.

Para o segundo teste (de cointegração de série temporal), visando encontrar relações de longo prazo, foram utilizados apenas as observações referentes aos 3 maiores bancos listados em bolsa (Brasil, Itaú e Bradesco), que juntos representam 83,7% do lucro líquido auferido pelos bancos da amostra listados no terceiro trimestre de 2012, o que atesta sua relevância. Ademais, apenas os 3 apresentaram dados compatíveis com tal teste.

Tal amostra pôde ser mais longa, como apropriado para tal tipo de teste, considerando-se todo o período em que as ações passaram a ter liquidez, ou seja, desde o primeiro trimestre de 2002, constituindo-se de 43 trimestres analisados.

Em primeiro lugar, procedeu-se à análise da estacionariedade da série (condição fundamental para testes com série temporal), já que séries não estacionárias não são passíveis de modelagem. Ademais, as premissas do modelo de regressão clássico resultam na necessidade de que tanto a variável dependente quanto as variáveis independentes sejam estacionárias e que os resíduos tenham média zero e variância constante. O Teste da Raiz

Unitária utilizado, que atesta a estacionariedade, foi o de Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS). Todos os valores dos testes reportados foram realizados com as variáveis em nível e incluindo o intercepto na equação. O método de estimação espectral é o de Bartlett Kernel e o de escolha do tamanho das bandas é o de Newey-West.

De forma a averiguar a *value-relevance* a longo prazo dos agregados contábeis, utilizou-se o teste de cointegração de Johansen (1991) para examinar se as séries temporais do lucro líquido e resultado da intermediação financeira possuem cointegração com a série temporal do preço das ações, ou seja, buscando encontrar relações de longo prazo entre as variáveis contábeis e o preço da ação.

Após a identificação do comportamento das séries, pode-se proceder ao teste de cointegração de Johansen. Para que as variáveis sejam cointegradas, é necessário que sejam integradas de mesma ordem. Em todos os casos, foi considerado o modelo com intercepto e com tendência estocástica. Para a escolha da ordem do modelo, foi dada prioridade à parcimônia e aos critérios de informação Schwarz.

O caso mais comum e usual de cointegração com variáveis econômicas é CI (1,1). Isso representa a cointegração das variáveis segundo uma defasagem de 1 período. No presente artigo, essa é a relação investigada. Em se tratando de termos econômicos, duas variáveis são cointegradas se elas possuírem uma relação de longo prazo entre elas (GUJARATI, 2004).

Os testes estatísticos e seus respectivos valores críticos para verificar o número de *eigenvalues* (λ_i) de π estatisticamente diferentes de zero são apresentados em Johansen (1991). O procedimento de Johansen utiliza duas estatísticas, a estatística do traço denotada na Equação 2 e a estatística do máximo autovalor representada na Equação 3, com as seguintes hipóteses:

$$Q_r = -T \sum_{i=r+1}^k \ln(1 - \lambda_i) \quad (2)$$

Em que:

λ é a estimativa do *eigenvalue*;

T é o número de observações na série.

H_0 — Existem no máximo r vetores de cointegração.

H_a — Não existem no máximo r vetores de cointegração.

$$Q_{\max}(r, r+1) = -T \ln(1 - \lambda_{r+1}) \quad (3)$$

Em que:

λ é a estimativa do *eigenvalue*;

T é o número de observações na série.

H_0 — Existem exatamente r vetores de cointegração.

H_a — Existem exatamente $r+1$ vetores de cointegração.

Enfim, e de forma a averiguar se as variáveis em questão possuíam relação de causalidade entre si, foi realizado o teste de causalidade de Granger. Gujarati (2004) relata que uma relação estatística, por mais forte e sugestiva que seja jamais pode estabelecer uma relação causal: o suporte teórico sobre causação deve vir de fora da estatística.

Dentro do arcabouço teórico fornecido por Ohlson (1995) e Ohlson e Juettner-Nauroth (2005), pode-se sugerir uma relação causal entre lucro líquido e resultado da intermediação financeira com o preço da ação, no sentido da variável contábil para o preço da ação, dado que as demonstrações contábeis possuem informações que seriam usadas em modelos de avaliação que determinariam o preço das ações.

Para testar esse relacionamento, utiliza-se o teste de causalidade proposto por Granger (1969). A causalidade, tal como definida por Granger (1969) e Sims (1972) ocorre quando os

valores de uma variável x_t de períodos passados tem poder explicativo na regressão da variável y_t . O conceito de causalidade de Granger baseia-se na melhoria da variância da previsão ocasionada pela utilização de uma variável exógena defasada na equação de regressão, o que não é exatamente o conceito de relação causal estabelecido por Ohlson (1995) e Ohlson e Juettner-Nauroth (2005), mas pode servir como *proxy de tal relação*. Ressalta-se que o número de defasagens a ser incluído na análise entre as variáveis muda consideravelmente o valor do teste. Dessa forma, o teste de Granger foi plotado com número de defasagens de acordo com o critério de verossimilhança e de Akaike.

Para uma análise mais precisa das relações de longo prazo, a influência da inflação foi retirada de todas as variáveis tratadas nos testes que usam série temporal, conforme Galdi e Lopes (2008). Dessa forma, os dados foram deflacionados pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), considerado como um dos índices oficiais de inflação do Brasil.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Value-Relevance dos agregados contábeis

O teste de value-relevance da amostra total de bancos, expressa na regressão de dados em painel apresentada na tabela 1, busca examinar a significância dos coeficientes de persistência dos agregados contábeis com o preço de ações.

TABELA 1 – Value-Relevance de agregados contábeis

Variáveis	Coefficiente	Estatística Z	P-value
Lucro por ação	0,3	2,26	0,024*
Receita da Intermediação Financeira por ação	0,008	1,36	0,175
Resultado da Intermediação Financeira por ação	0,021	12,76	0,000*
Provisão para credores duvidosos por ação	0,01	0,77	0,441
Receita Tarifária por ação	-0,052	-1,93	0,053**
Constante	13,41	5,63	0
R ² total = 0,26			

* Significante ao nível de 5%, **Significante ao nível de 10%

Fonte: Dados da pesquisa.

O lucro líquido dos bancos e o resultado de intermediação financeira apresentaram coeficientes positivos e significantes (2% e 0%, respectivamente), mostrando que modelos de avaliação baseados nestes números contábeis têm influência marginal na formação do preço corrente de ações de bancos no Brasil. O *spread* dos bancos mostrou-se observado pelos investidores, que aumentam suas previsões de valor com maiores níveis de *spread*.

A receita tarifária apresentou coeficiente negativo e significativo, indicando que os investidores precificam as receitas subsidiárias decorrentes de prestação de serviços de maneira desfavorável, uma vez que essas receitas apenas cobrem as despesas administrativas. Os investidores, embora não demonstrem o efeito fixação no lucro, não baseiam a formação de preços no risco apontado pelo valor absoluto dos créditos duvidosos lançados a cada ano, o que pode ocorrer por se comportarem em níveis esperados pelo mercado.

4.2 Value-Relevance a Longo prazo

A tabela 2 apresenta o teste KPSS para identificação da estacionariedade das variáveis preço da ação, lucro líquido por ação e resultado da intermediação financeira por ação dos bancos considerados para essa investigação.

TABELA 2: Teste de Raiz Unitária

Banco	Teste KPSS - Estatísticas		
	Lucro Líquido	Preço da ação	Resultado da Intermediação Financeira
Brasil	0,16*	0,17*	0,15*
Bradesco	0,21*	0,21*	0,21*
Itaú	0,15*	0,15*	0,14*

* Séries estacionárias a 1% de significância.

Fonte: Elaborado pelos autores

Nota-se pela sua análise que todas as séries analisadas são estacionárias com significância de 1%. Como as séries são estacionárias e passíveis de modelagem, pôde-se proceder com o teste de cointegração de Johansen cujos resultados são apresentados na tabela 3 e na tabela 4.

TABELA 3: Cointegração entre Preço da ação e Lucro por ação

Empresa	Nº Hipotético de Equações de Cointegração	Estatística do Traço (a)	P-Value	Estatística do máximo autovalor (b)	P-Value	Resultados 5% de Significância
Banco do Brasil	$r = 0$	19,27115	0,0128*	14,47113	0,0464*	2 vetores de cointegração (a) e (b)
	$r \leq 1$	4,800025	0,0284*	4,800025	0,0284*	
Banco Bradesco	$r = 0$	12,80964	0,1220	8,096493	0,3690	Não há co-integração (a) e (b)
	$r \leq 1$	4,713151	0,0299	4,713151	0,0299	
Banco Itaú	$r = 0$	27,83366	0,0004*	19,87753	0,0058*	2 vetores de cointegração (a) e (b)
	$r \leq 1$	7,956127	0,0048*	7,956127	0,0048*	

*Significante ao nível de 5%

Fonte: Elaborado pelos autores

De acordo com a tabela 3, a análise da relação de cointegração entre as séries do preço e lucro por ação no Banco do Brasil revelou que, a estatística traço ($Q_r = 19,27$), sendo maior que o seu valor crítico a 5% de probabilidade de erro ($QV_{crit.5\%} = 15,49$), sugere a rejeição da hipótese nula de que não há relação de cointegração entre as duas séries. A hipótese alternativa de que existe pelo menos uma relação de cointegração entre as duas séries não é rejeitada, pois a estatística de máximo autovalor ($Q_m = 4,80$) é maior que seu valor crítico ($QV_{crit.5\%} = 3,84$) em um nível de significância de 5%. Pode-se constatar o mesmo resultado pelo P-value, a hipótese nula de que não existe cointegração foi rejeitada no Banco do Brasil e no Banco Itaú, mas foi aceita no Banco Bradesco. Dessa forma, os resultados obtidos pelos testes de cointegração nas variáveis analisadas fornecem evidências de que há relação de longo prazo entre o lucro e o preço das ações no banco do Brasil e no banco Itaú.

TABELA 4: Cointegração entre Preço da ação e Resultado da Intermediação Financeira

Empresa	Nº Hipotético de vetores de Cointegração	Estatística do Traço (a)	P-Value	Estatística do máximo autovalor (b)	P-Value	Resultados 5% de Significância
Banco do Brasil	$r = 0$	12,53950	0,1328	8,285608	0,3504	Não há co-integração (a) e (b)
	$r \leq 1$	4,253897	0,0392	4,253897	0,0392	
Banco Bradesco	$r = 0$	14,69528	0,0657	10,38445	0,1879	Não há co-integração (a) e (b)
	$r \leq 1$	4,310831	0,0379	4,310831	0,0379	

Banco Itau	r = 0	19,95273	0,0099*	11,37828	0,1362	Não há co-integração (a) e (b)
	r ≤ 1	8,574445	0,0034*	8,574445	0,0034	

*Significante ao nível de 5%

Fonte: Elaborado pelos autores

De acordo com a tabela 4 não foi possível constatar cointegração entre o resultado da intermediação financeira e o preço da ação. No entanto, no banco Itaú, os resultados da estatística do traço são conflitantes com a estatística do máximo autovalor. De acordo com a estatística do traço existe cointegração, mas de acordo com a do máximo autovalor não há. Segundo Enders (1995), os resultados dos testes podem ser conflitantes e, uma vez que o teste de máximo autovalor possui hipóteses alternativas mais rigorosas, é preferido na determinação do número de vetores cointegrantes. Portanto, assumiu-se que não há cointegração no Banco Itaú.

Como as séries do lucro por ação e preço por ação do Banco do Brasil e do Banco Itau são cointegradas, pode-se pressupor que exista uma relação de causalidade entre as variáveis. Como houve resultados conflitantes entre o resultado da intermediação financeira e o preço da ação no Banco Itaú, também se testou a causalidade. Dessa forma, procedeu-se com o teste de causalidade de Granger para averiguar a relação de causa entre as variáveis conforme mostra a tabela 5. O número de defasagens de cada teste foi escolhido de acordo com o critério de Akaike e de verossimilhança.

TABELA 5: Teste de Causalidade de Granger

Empresa	Nº de Defasagens	Causalidade	P-valor	Interpretação 5% de significância
Brasil	3	Preço>Lucro	0,1034	Preço não causa Lucro
		Lucro>Preço	0,0077	Lucro não causa Preço
Itau	2	Preço>Lucro	0,0072*	Preço causa Lucro
		Lucro>Preço	0,0021*	Lucro causa Preço
	2	Resultado> Preço	0,005*	Resultado causa Preço
		Preço>Resultado	0,2276	Preço não causa Resultado

* Significante ao nível de 5%

Fonte: Elaborado pelos autores

As evidências demonstram que, para o Banco do Brasil é adequado estabelecer uma relação de causalidade de Granger do lucro contábil para o preço das ações levando-se em conta uma defasagem de três trimestres. O resultado divergiu do de Galdi e Lopes (2008) que encontraram relação entre o lucro e o preço da ação, mas ausência de causalidade. Similarmente, tal relação é averiguada no Banco Itaú com defasagens de 2 trimestres tanto do preço em relação ao lucro e do lucro em relação ao preço. Porém, a relação do preço para o lucro é irracional e não tem suporte em nenhuma teoria, dessa forma pode-se ignorar essa relação causal evidenciada pelo teste de Granger, uma vez que as relações de causa devem vir de teorias de fora da estatística. Também foi encontrado causalidade do resultado da intermediação financeira no preço das ações. Esse resultado confirma a importância das informações contábeis e da relação de causa entre as variáveis de análise. O resultado encontrado se encontra de acordo com o arcabouço teórico de Ohlson (1995). Em ambos os bancos foram encontradas relações de causa com uma defasagem de no mínimo dois trimestres. Esse resultado pode ser explicado pela falta de oportunidade do lucro contábil, conforme relatado por Ball, Kothari e Robin (2000).

5 CONCLUSÕES

No estudo aqui relatado, analisou-se a relação entre o lucro contábil e o preço das ações no mercado brasileiro bancário. Averiguou-se a relação entre os preços correntes e a estrutura temporal dos lucros, conforme discutido em Ohlson e Lopes (2007). Para isso, aplicaram-se regressão de dados em painel com toda a amostra e testes econométricos de estacionariedade (KPSS), co-integração (Johansen) e causalidade de Granger com os bancos mais representativos da bolsa de valores.

A análise de value-relevance constatou relação estatisticamente significativa dos números contábeis referentes ao lucro, ao resultado da intermediação financeira e à receita tarifária com o preço corrente da ação. Esse resultado está de acordo com o modelo teórico proposto por Ohlson (1995) que prevê capacidade preditiva para o lucro quanto ao preço da ação no mercado financeiro. Relata-se ainda que outras variáveis podem possuir relevância para a formação do preço das ações de instituições financeiras no Brasil.

A análise de relacionamento de longo prazo entre agregados contábeis e preço, que baseou-se em amostra considerando os bancos Bradesco, Brasil e Itau, revelou que existe um relacionamento de longo prazo entre lucro e preços das ações do Banco do Brasil e do Banco Itau; e apresentou resultados conflitantes na relação de longo prazo entre o resultado da intermediação financeira e o preço da ação no Banco Itau.

Dessa forma, foi possível estabelecer relação de causalidade entre o lucro e o preço da ação no Banco do Brasil com defasagem de três períodos. No Banco Itau, a relação de causalidade do lucro e do resultado da intermediação financeira com o preço da ação pôde ser identificada com duas defasagens.

Pode-se também inferir baixo grau de oportunidade no reconhecimento do lucro, que só reconhece informações contidas no preço após o mínimo de dois trimestres. É importante destacar que esse resultado se limita às empresas analisadas.

REFERÊNCIAS

- AGOSTINO, Maria Rosaria; DRAGO, Danilo; SILIPO, Damiano B. The value relevance of IFRS in the European banking industry. . **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 36, p. 437–457, 2011.
- ANANDAJARAN, Asokan; FRANCIS, Bill; HASAN, Iftekhar; KOSE, John. Value relevance of banks: global evidence. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 36, p. 33–55, 2011.
- BALL, R.; BROWN, P. An empirical evaluation of accounting numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, n. 3, p. 159-178, Autumn 1968.
- BALL, R.; KOTHARI, S.P.; ROBIN, A. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. **Journal of Accounting and Economics**, Rochester, v.29, n.1, p.1-51, Febr. 2000.
- BARBOSA, G.C.; MEDEIROS, O. R. Teste empírico da eficiência do mercado brasileiro na ocorrência de eventos favoráveis e desfavoráveis. **Revista de Negócios**, v. 12, n. 4, p.44-54, out/dez 2007.
- BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. The relevance of value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 77-104, 2001.
- BASU, S. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 24, p.3–37, (1997).

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

_____. Perspectives on recent capital market research. **The Accounting Review**, v. 77, n. 2, p. 453-474. Stanford University: apr. 2002.

BEISLAND, L. A. **Essays on the value-relevance of accounting information**. 2008. Doctoral Dissertations (PhD in accounting) – Norwegian School of Economics and Business Administration, Bergen, Norway, 2008.

EASTON, P.D.; HARRIS, T.S. Earnings as an explanatory variable for returns. **Journal of Accounting Research**, v. 29, p. 19-36, 1991.

EBRAHIM, Ahmed; HASAN, Iftekar. The value relevance of product diversification in commercial banks. **Review of Accounting and Finance**, v.7, n.1, p. 24 – 37, 2008.

ENDERS, W. (1995). **Applied econometric time series**. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

FÁVERO, Luiz Paulo Lopes et al. **Análise de dados: modelagem multivariada para a tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Campus, 2009.

FLOUROPOULOS, Jordan; MANGANARIS, Panayotis; SMARAGDI, Irimi. Conservatism and value relevance: evidence from the European financial sector. **American journal of economics and business administration**, v. 3, n. 2, p.254, 2011.

FILIP, A.; RAFFOURNIER, B. The value-relevance of earnings in a transition economy: the case of Romania. **The International Journal of Accounting**. v. 45, n. 1, p.77-103, mar. 2010.

FRANCIS, J.; SCHIPPER, K. Have financial statements lost their relevance? **Journal of Accounting Research**. v. 37, n.2, p 319-352, Autumn 1999.

GAIO, Luiz Eduardo; ALVES, Karina Lumena de Freitas; JÚNIOR, Tabajara Pimenta. O mercado acionário brasileiro do novo milênio: um teste de eficiência. **Brazilian Business Review**, v. 6, n. 3, p. 231-246, 2009.

GALDI, Fernando Caio; LOPES, Alessandro Broedel. Relação de longo prazo e causalidade entre o lucro contábil e o preço das ações: evidências do mercado latino-americano. **Revista de Administração**, v.43, n.2, p.186-201, 2008.

GRANGER, C.W. Investigating causal relations by econometric models and cross spectral methods. **Econometrica**, New York, v.37, n.3, p.424-438, July 1969.

HAND, J. A test of the extended functional fixation hypothesis. **The Accounting Review**, v. 65, n. 2, p. 740-763, 1990.

HOLTHAUSEN, 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.

JOHANSEN, S. Estimation and hypothesis testing of cointegration vectors in gaussian vector autoregressive models. **Econometrica**, New York, v.59, n.6, p.1551-1580, Nov. 1991.

KLIMCZAK, M. K. Testing value relevance of accounting earnings in emerging markets, 2009, Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1410053>. Acesso em: 12 Dez. 2012.

LIMA, J. B. N. **A relevância da informação contábil e o processo de convergência para as normas IFRS no Brasil**. 2010. 236f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Faculdade de Economia,

Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

LIMA, J. B. N; TERRA, P. R. S. A reação do mercado de capitais brasileiro à divulgação das informações contábeis. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANAP, 28., 2004, Curitiba. **Anais ...** Rio de Janeiro, 2004.

LO, Kin; LYS, Thomas. Bridging the gap between value relevance and information. **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, v. 15, n. 3, p. 337-367, 2000.

LOPES, A. B.; MARTINS, Eliseu. **Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.

NASCIMENTO, M. **Análise do conteúdo informacional do resultado contábil em US-GAAP: um estudo de eventos com companhias abertas brasileiras que negociam ADRs na bolsa de Nova Iorque**. 2006. 107f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Administração, Vitória, 2006.

NETO, J.W.F.; CARMONA, C.U.M. Eficiência do mercado acionário brasileiro pós-Plano Real: Há evidências de overreaction ?. XXV Encontro Nacional de Engenharia de Produção, ABEPRO, p.2266 - 2273, 2005.

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

OHLSON, J. A. On accounting-based valuation formulae. **Review of Accounting Studies**, 10, forthcoming, 2005.

OHLSON, J.A.; JUETTNER-NAUROTH, B.E. Expected EPS and EPS growth as determinants of value. **Review of Accounting Studies**, The Netherlands, v.10, p.349-365, 2005.

PAPADAMOU, Stephanos; TZIVINIKOS, Trifon. The risk relevance of International Financial Reporting Standards: Evidence from Greek banks. **International Review of Financial Analysis**, 2012.

SARLO NETO, A. **A Reação dos Preços à Divulgação dos Resultados Contábeis: Evidências Empíricas sobre a Capacidade Informacional da Contabilidade no Mercado Acionário Brasileiro**. 2004. 243f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Administração, Vitória, 2004.

SARLO NETO, A.; LOSS, L.; NOSSA, V. A capacidade informacional dos resultados contábeis no mercado brasileiro: a diferença entre as ações ordinárias e as ações preferenciais. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANAP, 28.,2004, Rio de Janeiro. **Anais ...** Rio de Janeiro, 2004.

SARLO NETO, A.; LOSS, L.; NOSSA, V.; TEIXEIRA, A. J. C. Uma investigação sobre a capacidade informacional dos lucros contábeis no mercado acionário brasileiro. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 3., 2003, São Paulo. **Anais...** São Paulo, 2003.

SCHIEHLL, Eduardo, **O Efeito da Divulgação das Demonstrações Financeiras no Mercado de Capitais Brasileiro: Um Estudo Sobre a Variação no Preço das Ações**. 1996. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Rio Grande do Sul, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 1996.

SLOAN, R.G. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? **Accounting Review**, v. 71, n. 3, p. 289-315, 1996.

STERGIOS, A.; ATHANASIOS, V.; NIKOLAOS, D. **Financial Statement Effects of Adopting International Accounting Standards: The Case of Greece**. In: CONFERENCE OF THE HELLENIC FINANCE AND ACCOUNTING ASSOCIATION, 4., 2005, Greece, **Conference Papers...** Greece, 2005

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.

VENKATACHALAM, Mohan. Value-relevance of banks' derivatives disclosures. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, p. 327-355, 1996.

VIEIRA, Rafael Bezerra. **Impactos da implantação parcial dos IFRS no Brasil**: Efeitos na qualidade das informações contábeis das empresas de capital aberto. 2010. 75f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2010.