

**A influência do Valor Adicionado na Precificação das Ações das Companhias Abertas
Brasileiras Listadas na BM&FBovespa**

MARCELO PAULO DE ARRUDA

Programa Multiinstitucional e Inter-regional de pós-graduação em Ciências Contábeis

INAJÁ ALLANE SANTOS GARCIA

Programa Multiinstitucional e Inter-regional de pós-graduação em Ciências Contábeis

WENNER GLAUCIO LOPES LUCENA

Universidade Federal da Paraíba

Resumo

A presente pesquisa tem por objetivo analisar o impacto dos valores evidenciados na Demonstração do Valor Adicionado na precificação das ações das companhias abertas brasileiras listadas na BM&FBovespa durante o período de 2009 a 2013. A motivação para este estudo surgiu pela capacidade da informação contábil influenciar seus usuários quanto a sua tomada de decisões em relação às empresas nas quais pretendem aplicar seus recursos. Sendo assim, para alcançar os objetivos propostos fez-se uso de regressão linear múltipla, onde se utilizou como variável dependente a variação do preço das ações no intervalo de 3, 7 e 15 dias antes e depois a data de arquivamento das demonstrações financeiras das companhias junto a BM&FBovespa, e como variáveis explicativas os valores evidenciados na DVA, sendo este o valor total adicionado, bem como os valores das seguintes classificações constantes nesta demonstração: a) pessoal e encargos; b) impostos, taxas e contribuições; c) juros e aluguéis; d) juros sobre o capital próprio (JCP) e dividendos; e) lucros retidos/prejuízos do exercício. Após a exclusão das empresas que não continham todos os dados necessários para a análise, restaram 162 companhias de capital aberto brasileiras, formando assim a amostra da pesquisa. Os resultados apontam que, o valor adicionado na categoria “Juros sobre o capital próprio” apresenta significância estatística a um nível de 1% quando analisado o intervalo de 3(três) dias antes e depois da publicação, afetando negativamente o preço das ações. De maneira geral, alguns valores evidenciados na Demonstração de Valor Adicionado influenciam significativamente na precificação das ações, porém, de modo geral, a maioria dos grupos analisados não impacta o preço das ações.

Palavras-chave: Demonstração do Valor Adicionado, Precificação das Ações, Informação Contábil.

1 INTRODUÇÃO

Visto a dinâmica dos mercados acionários, as demonstrações financeiras surgem com um papel de fundamental importância para o perfeito funcionamento destes mercados. O conteúdo informativo contido nos relatórios financeiros aparece com o objetivo de auxiliar na absorção de informações a respeito de determinada empresa.

Segundo Paulo (2007) as informações contábeis são demandadas devido à assimetria informacional e aos problemas de agência. Neste sentido, Scott (2011) enfatiza que a assimetria informacional ocorre quando um tipo de participante no mercado possui alguma informação sobre o ativo que está sendo negociado, ao passo que outro tipo de participante contém esta informação, como por exemplo, a relação entre vendedor-comprador. Ainda sobre os problemas de agência, Barnea, Haugen and Senbet (1985) afirmam que estes surgem do conflito de interesses entre as partes relacionadas à corporação, sendo estas a administração, os detentores de capital, empregados, clientes, fornecedores e o governo. Paulo (2007) afirma que a contabilidade auxilia na moderação dos problemas de agência, à medida que busca reduzir a assimetria informacional entre o agente e o principal.

Conforme exposto anteriormente, verifica-se a capacidade da informação contábil influenciar seus usuários quanto a sua tomada de decisões em relação às empresas nas quais pretendem aplicar seus recursos. Desta forma, a Demonstração do Valor Adicionado (DVA) trará informações sobre a riqueza gerada pela companhia e a distribuição da mesma, conforme exposto no Pronunciamento Técnico 09 – Demonstração do Valor Adicionado.

Evraert and Riahi-Belkaoui (1998) trazem que as pesquisas desenvolvidas em relação a DVA, tem sido elaboradas sob três perspectivas: a) verificação de desempenho por meio de indicadores de valor adicionado; b) poder preditivo do valor adicionado; e c) relevância para mercado de capitais do valor adicionado. Mediante isto, verifica-se a importância desta demonstração como fonte de informação para auxílio dos usuários em suas tomadas de decisões.

Diversas pesquisas nacionais e internacionais buscam verificar se as informações contábeis afetam o retorno das ações no momento de sua publicação (Beaver, 1968, Lima & Terra, 2004, Sarlo Neto, Lopes & Costa, 2006, Machado, Macedo & Machado, 2011). Entretanto, poucas pesquisas estão direcionadas a analisar a divulgação da DVA e sua respectiva influência no mercado de capitais brasileiro.

Diante disto, tem-se o seguinte problema de pesquisa: **Como os valores evidenciados na Demonstração do Valor Adicionado afetam a precificação das ações das companhias do mercado acionário brasileiro?** Desta forma, este trabalho objetiva analisar a relação entre os valores adicionados constantes na DVA e seu impacto no preço das ações das companhias abertas listadas na BM&FBovespa no período de 2009 a 2013.

Com o intuito de atingir o objetivo proposto, as próximas seções deste trabalho estão organizadas da seguinte maneira: a segunda seção apresenta uma revisão da literatura sobre informação contábil e seus usuários, demonstração do valor adicionado e alguns estudos anteriores sobre o tema; em seguida, na terceira seção são apresentados os procedimentos metodológicos adotados; a quarta apresenta os resultados da pesquisa com discussão dos mesmos; e na quinta e última seção faz-se as considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Informação Contábil e Seus Usuários

O *disclosure* corporativo é fundamental para o funcionamento de um mercado de capitais eficiente e que as companhias fornecem informações mediante a divulgação de relatórios financeiros, incluindo demonstrações financeiras, notas de rodapé, discussão e análise da gestão e outros documentos oficiais (Healy & Palepu, 2001). Neste contexto surge a contabilidade como importante meio de prover informações aos usuários. Iudícibus (2004, p.25), afirma que “o objetivo básico da contabilidade, [...] pode ser resumido no fornecimento de informações econômicas para vários usuários, de forma que propiciem decisões racionais”.

Segundo a estrutura conceitual do IASB (2013), o objetivo do relatório financeiro para fins gerais é fornecer informações financeiras sobre a entidade que reporta de maneira que sejam úteis para investidores, mutuantes e outros credores, existentes e potenciais, na tomada de decisões quanto à oferta de recursos à entidade.

Ainda tratando dos usuários da informação contábil, Hendriksen e Van Breda (1999) abordam que a identificação do principal grupo de usuários é o primeiro problema da Contabilidade. Conforme por eles:

“Alguns dizem que deve ser a própria administração. Outros acham que devem ser os empregados, ou os clientes, ou o público em geral. O FASB sustenta que os acionistas, outros investidores e os credores são os principais usuários da contabilidade. O FASB conclui, que, a partir de suas hipóteses sobre o grupo principal de usuários, que a divulgação financeira deve ser útil para a tomada de decisões de investimento, concessão de créditos e outras decisões semelhantes.”

Mediante isto, pode-se verificar que a contabilidade serve de ferramenta básica para que seus usuários utilizem as informações providas desta com o intuito de possuírem mais arcabouço para realizarem conclusão sobre as companhias avaliadas. Porém, para que os usuários utilizem as informações contábeis estas devem ser relevantes para a tomada de decisões. Barth, Beaver and Landsman (2001) abordam que o valor contábil será relevante se o valor reflete as informações relevantes na valorização das companhias para os investidores e se este valor é medido confiavelmente para ser refletido no preço das ações.

Com o intuito de que as empresas reportem informações relevantes, a estrutura conceitual do IASB elenca as características qualitativas de informações financeiras úteis, as quais são classificadas como fundamentais (pertinência e representação leal) e de melhoria (comparabilidade, verificabilidade, tempestividade e compreensível). Independente da demonstração a ser apresentada pelas companhias, todas devem, no mínimo, conter as características qualitativas fundamentais, porém a existências das características qualitativas de melhoria visam fornecer maior qualidade as informações reportadas.

Com isto, pode-se afirmar que as demonstrações que possuírem as características que foram tratadas anteriormente terá a capacidade de influenciar os seus usuários em relação as suas tomadas de decisões, sendo assim relevante para os mesmos e para o funcionamento dos mercados acionários.

Neste contexto, Beaver (1968) enfatiza sobre a importância das informações gerada pela contabilidade para o mercado acionário, mediante o pressuposto de que as informações divulgadas geram novas perspectivas de fluxos de caixa futuros para a companhia, havendo assim alteração imediata no preço das ações.

2.2 Demonstração do Valor Adicionado

A publicação da Lei nº 11.638/07 em dezembro de 2007 trouxe algumas mudanças para as companhias abertas brasileiras, entre estas a obrigatoriedade de publicação da Demonstração do Valor Adicionado.

O Pronunciamento Técnico CPC 09 – Demonstração do Valor Adicionado traz que a DVA deve proporcionar aos usuários das demonstrações contábeis informações relativas à riqueza criada pela entidade em determinado período e a forma como tais riquezas foram distribuídas e que esta demonstração deve ser detalhada, pelo menos da seguinte forma: a) pessoal e encargos; b) impostos, taxas e contribuições; c) juros e aluguéis; d) juros sobre o capital próprio (JCP) e dividendos; e) lucros retidos/prejuízos do exercício.

A DVA tem por objetivo demonstrar a riqueza gerada pela empresa e sua distribuição entre os elementos que contribuem para a geração dessa riqueza, ou seja, evidenciar a parcelado valor adicionado destinada aos detentores de capital, a outros financiadores das atividades da entidade, funcionários, sociedade e quanto foi retido na empresa (Machado, Macedo, & Machado, 2011). Esta definição corrobora com Kordlar, Mashayekhi and Zividar (2006), os quais afirma que o valor adicionado é medido pelo rendimento e o desempenho de uma entidade ou mesmo de uma economia como um todo, mediante suas atividades econômicas, ou seja, a riqueza adicionada pelas entidades mediante as suas operações.

O Pronunciamento Técnico CPC 09 – Demonstração do Valor Adicionado apresenta que a DVA está fundamentada em valores macroeconômicos, buscando apresentar, depois de eliminados os valores que representa dupla-contagem, a parcela de contribuição que a companhia tem na formação do Produto Interno Bruto (PIB), porém deve-se atentar as diferenças temporais, visto que a contabilidade baseia-se em conceitos de realização de receita, enquanto que a ciência econômica tem como base a produção.

Bannister and Riahi-Belkaoui (1991) sugerem que o valor adicionado deve-se ser considerado para a avaliação de desempenho de uma empresa, pois apresenta clara predominância sobre os ganhos e o fluxo de caixa.

Para os investidores e outros usuários, essa demonstração proporciona o conhecimento de informações de natureza econômica e social e oferece a possibilidade de melhor avaliação das atividades da entidade dentro da sociedade na qual está inserida. A decisão de recebimento por uma comunidade (Município, Estado e a própria Federação) de investimento pode ter nessa demonstração um instrumento de extrema utilidade e com informações que, por exemplo, a demonstração de resultados por si só não é capaz de oferecer (CPC, 2008). Nesta relação entre DVA e DRE, Machado, Macedo e Machado (2011) afirmam que “as informações utilizadas na DVA são, normalmente, extraídas da DRE. No entanto, não apresentam objetivos semelhantes, mas complementares. A DRE tem por prioridade enfatizar o lucro líquido, que, na DVA, corresponde a parcela do valor adicionado destinada aos detentores do capital. Quanto as demais parcelas do valor adicionado destinadas a empregados, governo e financiadores externos, na DRE, aparecem como despesas”.

Verifica-se, conforme exposto anteriormente, que além de evidenciar a riqueza na qual a companhia distribui, a DVA serve como forma de avaliação do desempenho da organização. Com isto, esta demonstração apresenta informações que sejam capazes de influenciar os usuários das informações contábeis em suas tomadas de decisões.

2.3 Estudos Anteriores

Com relação ao impacto das informações contábeis sobre o preço das ações e também com a intenção de analisar as características da Demonstração do Valor Adicionado, alguns estudos foram realizados ao longo do tempo.

Lima e Terra (2004) buscaram analisar se as demonstrações anuais e trimestrais de 3.682 empresas mais líquidas na Bovespa influenciavam no preço das ações. Os resultados de tal pesquisa não encontraram nenhuma influência significativa no retorno da ação no dia da divulgação das demonstrações.

Outra pesquisa realizada em relação ao impacto das informações contábeis foi a de Sarlo Neto, Lopes e Costa (2006) que mensuraram o impacto da divulgação das demonstrações contábeis sobre o preço das ações e verificaram se apresentam diferenças entre as companhias mais e menos líquidas. Os autores concluíram que as demonstrações possuem conteúdo informacional, porém não encontraram evidências de diferenças entre as companhias que apresentam maior e menor nível de liquidez.

Abordando estudos em relação a Demonstração do Valor Adicionado, tem-se o trabalho de Scherer (2006), que verificou a relevância do valor adicionado líquido evidenciado na DVA das companhias brasileiras no período de 2000 a 2004 para os investidores, onde o mesmo concluiu que há relevância nas informações contidas na Demonstração do Valor Adicionado.

Outra pesquisa interessante realizada neste sentido foi a de Machado, Macedo e Machado (2011), que analisaram o conteúdo informacional da Demonstração do Valor Adicionado no mercado de capitais brasileiro, verificando a relação entre o preço das ações e a Riqueza Criada Por Ação (RCPA) durante o período de 2005 a 2009. Os autores concluíram que a DVA possui conteúdo informacional, pois consegue explicar as variações ocorridas no preço das ações das companhias analisadas.

E, recentemente tem-se a pesquisa de Almeida e Silva (2014) que realizaram uma pesquisa com o intuito de verificar a qualidade das DVAs, levando em consideração a comparabilidade destas demonstrações divulgadas pelas empresas industriais, comerciais e prestadoras de serviços de capital aberto. Para isso os autores realizaram um estudo de caso múltiplo e analisaram as DVAs de 29 empresas. Os resultados desta pesquisa apontaram que há uma necessidade de aprimoramento na qualidade das DVAs, não somente relativo a comparabilidade, mas também com relação à confiabilidade e compreensibilidade das informações nelas contidas.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Classificação da Pesquisa

Quanto aos objetivos, esta pesquisa pode ser classificada como descritiva, pois o estudo busca “[...] observar, registrar, analisar e correlacionar fatos e fenômenos (variáveis) sem manipulá-los.” (Cervo & Bervian, 2002, p.66).

O presente trabalho também se caracteriza quanto aos procedimentos, como uma pesquisa bibliográfica, a qual Gil (2008) afirma ser desenvolvida a partir de material já elaborado, principalmente livros e artigos científicos.

Por fim, o estudo também é classificado como quantitativo, pois foram utilizados métodos estatísticos para alcançar os objetivos propostos por este estudo.

3.2 Composição da Amostra

A amostra deste estudo é formada pelas companhias abertas brasileiras listadas na BM&FBovespa no período de 2009 a 2013, totalizando 162 companhias e 810 observações. É relevante informar que foram excluídas da amostra as empresas que não apresentaram os dados necessários para a realização deste estudo.

As informações necessárias para a realização da pesquisa foram coletadas nos bancos de dados da BM&FBovespa, Economática[®] e nas demonstrações financeiras publicadas pelas companhias abertas.

3.3 Desenvolvimento de Hipótese da Pesquisa e Definição dos Modelos Empregados

Beaver (1968) analisou a variância dos retornos anormais das ações em uma janela em torno da data de divulgação das demonstrações anuais e, conforme abordado anteriormente, encontrou que há alteração no retorno das ações mediante a ocorrência de tal evento. Com isto, e considerando a importância dos valores apresentados na Demonstração do Valor Adicionado, no qual os tomadores de decisões podem se basear para verificar se o desempenho da entidade está de acordo com as suas expectativas, tem-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H₁: A demonstração do valor adicionado tem influência significativa sobre a precificação das ações das Companhias Abertas Brasileiras.

Para testar esta hipótese, tem-se a seguinte equação:

$$\Delta PA_{it} = \beta_0 + \beta_1 VAT_{it} + \beta_2 \ln RL_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que:

ΔPA_{it} = Variação do preço da ação da empresa *i* conforme data de publicação das Demonstrações Financeiras Padronizadas;

VAT_{it} = o valor adicionado total da empresa *i* no período *t*;

$\ln RL_{it}$ = *log* natural da receita líquida total da empresa *i* no final do período *t*;

ε_{it} = erro da regressão.

Como relatado no referencial teórico anteriormente, a DVA é apresentada de forma segregada, por meio de grupos, são eles: a) pessoal e encargos; b) impostos, taxas e contribuições; c) juros e aluguéis; d) juros sobre o capital próprio (JCP) e dividendos; e) lucros retidos/prejuízos do exercício. Com isto, optou-se por fazer uma análise da influência do preço das ações levando em consideração tais grupos. Para isto, utilizou-se a equação 2, a fim de verificar quais grupos influenciam na precificação das ações.

$$\Delta PA_{it} = \beta_0 + \beta_1 VAT_{it} + \beta_2 PE_{it} + \beta_3 ITC_{it} + \beta_4 JA_{it} + \beta_5 JSCP_{it} + \beta_6 LRP_{it} + \beta_7 \ln RL_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Em que:

ΔPA_{it} = Variação do preço da ação da empresa *i* conforme data de publicação das Demonstrações Financeiras Padronizadas;

VAT_{it} = o valor adicionado total da empresa *i* no período *t*;

PE_{it} = o valor adicionado referente a pessoal e encargos da empresa *i* no período *t*;

ITC_{it} = o valor adicionado referente a impostos, taxas e contribuições da empresa *i* no período *t*;

JA_{it} = o valor adicionado referente a juros e aluguéis da empresa *i* no período *t*;

$JSCP_{it}$ = o valor adicionado referente a juros sobre o capital próprio da empresa *i* no período *t*;

LRP_{it} = o valor adicionado referente a lucros retidos/prejuízos do exercício da empresa *i* no período *t*;

$\ln RL_{it}$ = *log* natural da receita líquida total da empresa *i* no final do período *t*;

ε_{it} = erro da regressão.

A receita líquida total foi incluída como variável de controle, por ser uma variável financeira que representa o desempenho da companhia em um determinado período de tempo.

Vale ressaltar que as variáveis coletadas na Demonstração do Valor Adicionado foram ponderadas pela Receita líquida da empresa no período t , com o objetivo de tornar comparáveis as empresas que possuem níveis de receitas diferentes, uma vez que a mostra compõe empresas de vários tamanhos com diversificados níveis de faturamento, além de diminuir o problema de heterocedasticidade da amostra analisada. A variável dependente é a ΔPA_i , a qual representa a variação do preço da ação da empresa i conforme data de publicação das Demonstrações Financeiras Padronizadas, a qual será estimada a partir da metodologia Estudo de Eventos.

A variável com a variação do preço das ações foi mensurada conforme equação abaixo:

$$\Delta PA_{it} = (PA_{it} / PA_{it-1}) - 1$$

Na qual:

ΔPA_{it} = Variação do preço da ação da empresa i conforme data de publicação das Demonstrações Financeiras Padronizadas;

PA_{it} = preço da ação da empresa i na data posterior a data de publicação das Demonstrações Financeiras Padronizadas conforme janela de eventos abordadas posteriormente.

PA_{it-1} = preço da ação da empresa i na data anterior a data de publicação das Demonstrações Financeiras Padronizadas conforme janela de eventos abordadas posteriormente.

3.4 Estudo de Eventos

A fim de capturar os efeitos do anúncio das demonstrações financeiras, representado pela variação do preço das ações (ΔPA_i), é necessário considerar uma janela ao redor da data do evento. O evento em questão correspondeu a divulgação das demonstrações contábeis das empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa. Desta forma, a data zero de cada empresa corresponde a data da divulgação das demonstrações divulgadas nos demonstrativos e site da CVM. Nesta pesquisa, estes efeitos foram analisados em três períodos, ou seja, houve três janelas de eventos para a análise dos retornos das ações. Tais janelas foram assim classificadas:

- Curta: 3 dias de negociações antes e depois da divulgação das demonstrações (-3, +3);
- Média: 7 dias de negociações antes e depois da divulgação das demonstrações (-7, +7);
- Longa: 15 dias de negociação antes e depois da divulgação das demonstrações (-15,+15).

Optou-se por analisar os retornos das ações em três períodos, pois de acordo com Camargos e Barbosa (2003) a janela de eventos deve englobar períodos considerados relevantes para a verificação do evento, não podendo ser muito longa porque haveria o risco de englobar os efeitos de outros eventos, e nem muito curta, pois correria o risco de não conseguir captar a anormalidade nos preços das ações, desta forma. Logo, acredita-se que analisando em três períodos distintos será possível verificar os efeitos do evento com mais confiança.

Vale ressaltar que o cálculo do retorno tem como base os preços das ações da firma nessas datas ajustados por qualquer pagamento de dividendos no período da janela.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Estatísticas Descritivas

Com base nos dados evidenciados na Tabela 1, verifica-se que os valores distribuídos mediante impostos durante os exercícios analisados apresentam maior média em relação aos demais grupos, porém deve-se atentar para os altos valores de desvio-padrão evidenciados em todos os grupos, o que significa uma variabilidade alta dos valores em torno da média. Outro grupo que merece destaque é o Pessoal e Encargos, o qual apresentou o menor ponto mínimo, no valor 18 reais.

A receita líquida foi incluída na Tabela 1, pois a mesma foi utilizada para ponderar as variáveis contábeis coletadas para este estudo, que neste caso tais variáveis são as que estão evidenciadas na Demonstração do Valor Adicionado. É possível perceber que a média e o desvio padrão da receita líquida foram bem elevados, demonstrando assim a presença de empresas com diversos níveis de faturamento, desde aquelas que faturam 7.581 mil (ponto mínimo) até aquelas que estão faturando 358.395.000 mil (ponto máximo) livre dos impostos e das deduções das vendas.

A respeito da análise dos grupos analisados na DVA pode-se observar que o valor adicionado mediante os impostos representa, em média, o que apresenta maior valor, bem como, entre as empresas analisadas, tem o maior valor adicionado do que os outros 4 grupos. Tratando da relação entre o valor adicionado os capitais de terceiros e capitais próprios, verifica-se que este último apresenta, em média, um valor menor do que o primeiro grupo, porém quando se observa o valor mínimo adicionado por eles, tem-se que o Juros sobre Capital Próprio apresenta o valor menor (-6.925.652), do que o apresentado pelo Juros sobre Capital de Terceiros, representado na Tabela 1 pelos juros e aluguéis, que totaliza -718.554.

Tabela 1 – Estatísticas Descritivas

	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
Pessoal e Encargos	793.882	180.791	3.902.373	18	59.732.846
Impostos	1.359.552	197.772	6.255.325	(1.223.395)	94.323.366
Juros e Aluguéis	546.304	127.635	1.687.103	(718.554)	23.106.615
JCP	533.286	108.285	3.059.074	(6.925.652)	50.433.205
Lucros/Prejuízos	311.591	52.254	2.233.516	(7.312.878)	39.033.141
Valor Adic. Total	3.231.531	740.117	14.487.242	(1.097.985)	226.301.741
Receita Líquida	6.687.280	1.850.107	24.517.172	7.581	358.395.000

Fonte: Elaborada pelo autor

É relevante enfatizar que a diferença entre os pontos mínimos e máximos do Valor Adicionado total foi bem significativa, partindo de - 1.097.985 a 226.301.741 reais, o que corrobora com a diferença existente nestes pontos mínimo e máximo da receita líquida, deixando mais forte a evidência da presença de empresas com diferentes níveis de faturamento e geração de riqueza.

4.2 Análise da influência do Valor Adicionado Total sobre a precificação das ações

Para analisar o impacto dos valores evidenciados na DVA no preço das ações foi utilizado o modelo de regressão com dados em painel balanceado. Inicialmente, foram necessários testes estatísticos para verificar se a estimação dos modelos ocorreria por *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS), efeitos aleatórios ou efeitos fixos. Primeiramente, mediante o teste de *Chow*, verificou a adequação do modelo para estimadores por efeitos fixos e POLS,

onde o teste rejeitou a hipótese nula para estimação por modelo POLS. Subsequentemente, utilizou-se o teste de *Breusch-Pagan*, para analisar a estimação por POLS ou efeitos aleatórios, rejeitando a hipótese nula de adequação do modelo por estimadores por POLS. Por último, realizou-se o teste de *Hausman* para verificar se a estimação seria por efeitos fixos ou aleatórios, onde a hipótese nula de consistência dos estimadores por efeitos aleatórios foi rejeitada. Mediante tais análises, os modelos utilizados foram estimados com dados em painel com efeitos fixos.

Para melhor robustez dos parâmetros estimados pelos modelos de regressão das análises dos dados em painel, fez-se necessário a verificação dos pressupostos básicos de heterocedasticidade e de normalidade. Por meio do teste de *Wald*, observou-se a presença de heterocedasticidade, sendo os modelos estimados com erros-padrão robustos. Em relação aos pressupostos da normalidade, os resíduos das regressões apresentaram distribuição não normal ao nível de significância de 5%. Porém, com base no Teorema do Limite Central e na Lei dos Grandes Números, esse pressuposto pode ser relaxado (Brooks, 2008), visto a quantidade de observação de cada um dos modelos.

A tabela 2 apresenta os valores referente as análises estatísticas do efeito do valor adicionado total na variação da precificação das ações. Considerando um nível de significância de 10%, é possível observar que o valor adicionado total apresenta influência positiva significativa na análise da variação do preço das ações apenas no intervalo de 3 dias antes e depois da divulgação da demonstração, o que corrobora com Machado, Macedo e Machado (2011) quando os autores trazem que a DVA possui conteúdo informacional. Logo, é possível afirmar que a divulgação da Demonstração do Valor Adicionado surte efeito sobre o preço das ações apenas no curto prazo.

Em relação ao coeficiente de determinação (R^2) verifica-se que a regressão realizada no intervalo de 15 dias antes e depois apresentam maior grau de ajustamento das variáveis do que os demais intervalos de tempo.

Tabela 2 – Análise do efeito do Valor Adicionado Total na Precificação das Ações

	3 dias	7 dias	15 dias
Const	0,027 (0,147)	-0,004 (0,006)	0,212 (0,203)
Valor Adicionado	0,018 (0,009)*	0,013 (0,011)	0,014 (0,009)
LnRL	-0,002 (0,010)	-0,000 (0,000)	-0,015 (0,014)
R^2	0,220	0,240	0,246
R^2 ajustado	0,007	0,002	0,005
N	162	162	162

Nota: *Significativo a 10%; **Significativo a 5%;
***Significativo a 1%

Fonte: Elaborada pelo autor

Apesar do valor adicionado se mostrar significativo com relação aos preços das ações 3 dias antes e após a divulgação das demonstrações financeiras, percebe-se que o coeficiente dessa relação não foi alto, deixando evidências de uma fraca relação.

4.3 Análise da influência do Valor Adicionado por Grupo Sobre a Precificação das Ações

Após analisarmos o efeito do valor adicionado total na variação do preço das ações, analisou-se o efeito do valor adicionado por “categoria” ou “grupo”, a partir do qual pode-se concluir que a importância desta análise dar-se-á devido ao fato dos valores evidenciados em grupos apresentarem uma melhor visualização para que os detentores do capital possam tomar suas decisões.

Mediante os valores apresentados na tabela 3, pode-se verificar que o valor adicionado na categoria “Juros sobre o capital próprio (JSCP)” apresenta significância estatística a um nível de 1% quando analisado o intervalo de 3 dias antes e depois da publicação, ou seja, os valores evidenciados nesta categoria afetam negativamente o preço das ações em uma janela de curto prazo. Como os valores adicionados a categoria “Juros sobre capital próprio” refletem diretamente sobre os detentores das ações das companhias, a relação estatística obtida entre tais valores e o preço das ações não era esperada, uma vez que era esperado um impacto positivo desta categoria no preço das ações.

Em relação ao intervalo de 7 dias, observa-se que os valores adicionados pelos grupos de pessoal e encargos e impostos, taxas e contribuições apresentam influência significativa na variação da precificação das ações a um nível de 5%.

Vale salientar que a categoria referente aos valores adicionados a pessoal e encargos foi a única que apresentou significância em todas as janelas do evento, sendo 10% na janela de 3 dias antes e após e 5% nas janelas de 7 e 15 dias antes e após a divulgação das demonstrações, porém na janela de 7 dias teve um impacto negativo no valor da ação. Desta forma, observa-se que, independentemente do período da janela, seja curto, médio ou longo, essas informações são consideradas importantes, ao passo de refletir no preço das ações.

Tabela 3 - Análise do efeito do Valor Adicionado por categoria na Precificação das Ações

	3 dias	7 dias	15 dias
Const	-0,032 (0,120)	0,152 (0,155)	0,120 (0,185)
Pessoal e Encargos	0,115 (0,059)*	-0,005 (0,049)**	0,144 (0,069)**
Impostos, Taxas e Contribuições	0,023 (0,018)	0,032 (0,015)**	0,044 (0,027)
Juros e Aluguéis	-0,016 (0,022)	-0,002 (0,006)	-0,057 (0,028)**
JSCP	-0,016 (0,004)***	0,001 (0,013)	0,013 (0,014)
Lucros Retidos / Prejuízos	0,019 (0,018)	0,010 (0,008)	0,003 (0,019)
LnRL	0,001 (0,008)	-0,011 (0,011)	-0,010 (0,012)

R ²	0,235	0,243	0,256
R ² ajustado	0,019	0,012	0,017
N	162	162	162

Nota:*Significativo a 10%; **Significativo a 5%;
***Significativo a 1%

Fonte: Elaborada pelo autor

Diferentemente da análise constante na Tabela 2, a regressão referente ao intervalo de 3 dias apresenta um maior grau de ajustamento das variáveis ao modelo (R²) do que os demais intervalos de tempo (7 dias e 15 dias).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao longo do trabalho verificou-se a importância dos relatórios contábil-financeiros para a tomada de decisões dos usuários. A Demonstração do Valor Adicionado surge com o intuito de prover tais usuários de informações acerca dos valores adicionados pelas companhias para as seguintes categorias: pessoal e encargos; impostos, taxas e contribuições; juros e aluguéis; juros sobre o capital próprio. Apesar de ser uma demonstração obrigatória no Brasil, pouco tem se estudado sobre esta demonstração no mercado acionário brasileiro. Com isto, o presente trabalho teve como objetivo analisar a influência da DVA no retorno das ações deste mercado acionário.

Conforme exposto na análise dos resultados, a hipótese do trabalho foi rejeitada para os intervalos de 7 dias e 15 dias antes e depois da publicação, não sendo rejeitada apenas na variação do preço das ações no intervalo de 3 dias, quando analisada o valor adicionado total pelas empresas, onde podemos verificar que os usuários das informações utilizam destas informações em um período curto de tempo (3 dias).

A análise das categorias constantes da DVA apresentou os resultados de que determinadas categorias influencia no retorno das ações, porém variando de acordo com o intervalo de tempo analisado, sendo a categoria “Juros sobre o capital próprio” a única categoria que apresentou relação com o nível de significância de 1% com o preço das ações em relação ao intervalo de tempo de 3 dias antes e após a divulgação da DVA, sendo uma relação negativa com o preço das ações.

Apesar de toda a importância da Demonstração do Valor Adicionado verificou mediante este estudo que pouco tem utilizado o mesmo para a tomada de decisão, rejeitando, desta forma, a hipótese deste trabalho. Pode-se levantar a hipótese de que os usuários das informações contábeis atribuem mais importância a outros relatórios financeiros, como a demonstração da posição financeira e a demonstrações dos fluxos de caixa.

Como limitação deste trabalho tem-se a análise de apenas uma demonstração publicada, neste caso, a Demonstração do Valor Adicionado. Vale salientar que a data de arquivamento da DVA junto ao BM&FBovespa corresponde a data de arquivamento do conjunto de todas as demonstrações financeiras padronizadas obrigatórias, como por exemplo, Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado e Demonstração de Fluxo de Caixa.

Sugere-se para futuras pesquisas aumentar o período de tempo analisado e a quantidade de demonstrações e relatórios publicados pelas companhias e sua influência no preço das ações, além de incluir variáveis que controlem os efeitos dos setores de atividades de cada empresa.

REFERÊNCIAS

- Almeida, R. L., & Silva, A. H. C. (2014). Demonstração do valor adicionado (DVA): uma análise de sua comparabilidade após tornar-se obrigatória no Brasil. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 19(1), 95-110.
- Bannister, J. W., & Riahi-Belkaoui, A. (1991). Value Added and Corporate Control in the USA. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 3(3), 241-257.
- Barnea, A., Haugen, R. A., & Senbet, L. W. (1985). *Agency problems and financial contracting*. Nova Jersey: Prentice Hall.
- Barth, M. E., Landsman, W.R., & Lang, M.H. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467-498.
- Beaver, W. (1968). The information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67-98.
- Brooks, C. (2008). *Introductory econometrics for finance*. Cambridge: Cambridge University Press, 008.
- Cervo, A. L., & Bervian, P. A. (2002). *Metodologia científica*. São Paulo: Prentice Hall.
- CPC - Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2008). *Pronunciamento Conceitual CPC 09 – Demonstração do Valor Adicionado*. Recuperado em 20 Agosto, 2014, de <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=40>
- Camargos, M. A., Barbosa, F. V. (2003). Estudos de evento: teoria e operacionalização. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 10(3), 01-20.
- Evraert, S., & Riahi-Belkaoui, A. (1998). Usefulness of value added reporting a review and synthesis of the literature. *Managerial Finance*, 24(11), 01-15.
- Gil, A. C. (2008). *Métodos e Técnicas de Pesquisa Social*. São Paulo: Atlas.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440.
- Hendriksen, E. S., & Van Breda, M. F. (1999). *Teoria da Contabilidade*. São Paulo: Atlas.
- IASB, International Accounting Standards Board. (2013). *The conceptual framework for financial reporting*.
- Iudícibus, S. (2004). *Teoria da contabilidade*. São Paulo: Atlas.
- Kordlar, A. E., Mashayekhi, B., & Ziviyar, F. (2006). Information Content of Value Added Data: An Empirical Evidence from Iran. *Iranian Accounting & Auditing Review*, (46), 44-69.
- Lei nº. 6.404, de 15 de Dezembro de 1976. (1976). Dispõe sobre as Sociedades por ações. Brasília, DF. (1976). Recuperado em 10 dezembro, 2014 de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm
- Lima, J. B. N., & Terra, P. R. S. A. (2004, setembro). A Reação do Mercado de Capitais Brasileiro à Divulgação das Informações Contábeis Parte I: O Efeito Incondicional e Segundo

o Resultado do Exercício. *Anais do Encontro da ANPAD (EnANPAD)*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 28.

Machado, M. A. V., Macedo, M. A. & Machado, M. R. (2011, julho). Análise do Conteúdo Informacional da DVA no Mercado de Capitais Brasileiro. *Anais do Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil, 11.

Moreiras, L. M. F. (2010). *Os efeitos da governança corporativa sobre a informação assimétrica*. Tese de Doutorado em Administração, Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, Brasil.

Paulo, E. (2007). *Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados*. Tese de Doutorado em Contabilidade e Controladoria, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

Sarlo Neto, A., Lopes, A. B., & Costa, F. M. (2006, julho). O conteúdo informacional da Contabilidade: Um Estudo sobre o Impacto da Divulgação das Informações Contábeis no Mercado Brasileiro abordando o Efeito Liquidez. *Anais do Encontro Brasileiro de Finanças*, Vitória, ES, Brasil, 6.

Scherer, L. M. (2006). *Valor Adicionado: Análise Empírica de sua Relevância para as Companhias Abertas que publicam a Demonstração do Valor Adicionado*. Tese de Doutorado em Contabilidade e Controladoria, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

Scott, W. R. (2011). *Financial Accounting Theory*. Nova Jersey: Prentice Hall.