UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

**A RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL E O PROCESSO DE
CONVERGÊNCIA PARA AS NORMAS IFRS NO BRASIL**

João Batista Nast de Lima

Orientador: Dr. Alexsandro Broedel Lopes

SÃO PAULO

2010

Prof. Dr. João Grandino Rodas
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Reinaldo Guerreiro
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Edgard Bruno Cornachione Jr.
Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. Luís Eduardo Afonso
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

JOÃO BATISTA NAST DE LIMA

**A RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL E O PROCESSO DE
CONVERGÊNCIA PARA AS NORMAS IFRS NO BRASIL**

Tese apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito para a obtenção do título de Doutor em Ciências Contábeis.

Orientador: Dr. Alexsandro Broedel Lopes

Versão Corrigida da Tese

Versão original encontra-se depositada na FEA/USP

SÃO PAULO

2010

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Lima, João Batista Nast de

A relevância da informação contábil e o processo de convergência para as normas IFRS no Brasil / João Batista Nast de Lima. – São Paulo, 2010.

236 p.

Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2011.

Orientador: Alexsandro Broedel Lopes.

1. Contabilidade internacional 2. Contabilidade financeira 3. Mercado de capitais I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título

CDD – 657.6

A minha esposa, Soraia
Ao meu amado filho, Davi.

Este trabalho existe porque o Senhor Deus permitiu. Quero agradecer a Deus, mediante o Senhor Jesus Cristo, por ter me capacitado a iniciar e concluir esta importante etapa em minha vida acadêmica e pessoal: *“Tu é digno, Senhor e Deus nosso, de receber a glória, a honra e o poder, porque todas as coisas tu criaste, sim, por causa da tua vontade vieram a existir e foram criadas”*. (Ap. 4:11).

Agradeço ao Professor Dr. Alexsandro Broedel Lopes pela orientação na condução desta pesquisa. Muito obrigado pelos comentários, críticas e ponderações inteligentes no desenvolvimento da tese.

A todos os professores com os quais tive o privilégio de ser aluno: Dr. Alexsandro Broedel Lopes, Dr. Almir Ferreira de Sousa, Dr. Arioaldo dos Santos, Dr. Iran Siqueira Lima, Dr. José Roberto Securato, Dr. Luiz João Corrar, Dr. Luiz Nelson Guedes de Carvalho e Dr. Naércio Aquino Menezes Filho.

Aos Prof. Dr. Iran Siqueira Lima e Dr. William Eid Jr. por suas valorosas contribuições na qualificação desta tese.

A minha amada esposa Soraia, o meu coração é agradecido por ter você ao meu lado durante esta caminhada de 4 anos;

Ao meu amado filho Davi, que nasceu simultaneamente ao meu ingresso no doutorado. Agora teremos muito mais tempo para brincarmos. Te amo filho!!!

Aos meus pais, Domingos e Edi, a minha gratidão por todo amor e apoio na minha caminhada acadêmica. Muito obrigado.

A minha irmã, Aline, os meus sinceros agradecimentos por ter sido fundamental o seu incentivo na fase final de elaboração desta tese.

Ao amigo Guilherme Kirch o meu muito obrigado. Sou grato a você por todas as contribuições e ponderações acerca dos aspectos metodológicos desta pesquisa. Os meus agradecimentos se estendem a toda a sua família por ter me recebido de forma tão gentil durante todo este tempo.

Ao Sergio Fioravanti, Letícia Medeiros da Silva e Roberto Branchi por todas as contribuições.

Aos amigos Sérgio Roberto Alves, Celso Ferrareze e Maria Nunes Moraes por todas as palavras de sabedoria nos momentos certos.

Aos colegas do doutorado, em especial ao José Elias Feres de Almeida, a Ana Luísa Gambi Cavallari de Amorim e Giovani Antônio Silva Brito, por todo companheirismo e amizade.

A Universidade Feevale pela bolsa de doutorado.

RESUMO

Este estudo investiga a relevância das informações contábeis antes e depois do início do processo de convergência para as normas internacionais de contabilidade no Brasil. Foram analisadas 2.277 observações trimestrais de todas as empresas que compuseram a carteira teórica do Ibovespa durante o período de 15 anos, entre 1995 e 2009. Especificamente, pretendeu-se analisar essa questão sobre três perspectivas distintas. A primeira perspectiva, com um enfoque de curto prazo, analisa a reação do mercado de capitais brasileiro associada à divulgação das demonstrações contábeis em três diferentes momentos: antes, durante e após a transição do padrão contábil brasileiro (BR_GAAP) para o padrão híbrido (BR_GAAP/IFRS). A metodologia utilizada para essa perspectiva foi o estudo de eventos. Adicionalmente, o estudo objetiva tratar as empresas analisadas de maneira heterogênea, conforme sugerido por Holthausen (2003) e Lopes e Walker (2008). Assim sendo, nessa primeira perspectiva ocorre a segmentação da amostra da pesquisa de acordo com alguns sinalizadores que indicam maior propensão das empresas em fornecer informações contábeis de maior qualidade, independentemente do regramento contábil do Brasil. Ou seja, intentou-se relacionar se os incentivos que as empresas têm para serem mais informativas mitiga o impacto da adoção de um padrão contábil de maior qualidade (IFRS). Os resultados encontrados indicam que: as demonstrações contábeis possuem conteúdo informacional, isto é, oferecem novas informações que são incorporadas aos preços; para a amostra de empresas que possuem os incentivos para serem mais informativas (ADR), não foram constatadas diferenças em seu conteúdo informacional antes e depois do início do processo de migração para as normas IFRS; para as empresas da amostra cujas boas práticas de governança corporativa foram mensuradas através do *Brazilian Corporate Governance Index* (BCGI), os resultados mostraram-se inconclusivos. A segunda perspectiva contemplada na pesquisa volta-se a uma análise de longo prazo entre a associação de variáveis contábeis e variáveis de mercado. Essa análise ocorreu de duas formas distintas, porém complementares. Através da investigação da associação entre as informações contábeis (lucro e patrimônio líquido) e o preço, pretendeu-se identificar se a adoção de um padrão contábil de maior qualidade no Brasil (IFRS), mesmo em se tratando de uma adoção considerada parcial, aumenta o nível de associação entre essas variáveis contábeis e o preço. De modo complementar, também foi analisada a relevância da informação contábil, mas com uma modelagem econométrica diferente. Trata-se do modelo de retorno ou *timeliness*. Nessa segunda perspectiva, os resultados indicam que a relevância da informação contábil, mensurada através dos modelos de preço e retorno, aumentou após a adoção parcial das normas IFRS no Brasil. Esses resultados foram obtidos por meio de dados anuais e trimestrais. Por fim, a terceira perspectiva inspirou-se na análise da relevância dos números contábeis em um momento específico, que é a divulgação dos ajustes de reconciliação do lucro e do patrimônio líquido nas demonstrações contábeis no período de transição entre o padrão contábil brasileiro e as normas IFRS. Salienta-se que os modelos econométricos para verificar essa associação são similares aos adotados na segunda perspectiva (relevância e *timeliness*). Nessa perspectiva, as evidências indicam que os ajustes de reconciliação do lucro líquido e do patrimônio líquido são relevantes para o mercado de capitais brasileiro. Isso significa que os mesmos eventos econômicos, quando mensurados por diferentes normas contábeis, alteram as expectativas dos investidores acerca dos lucros futuros da empresa e, por conseguinte, modificam os preços.

ABSTRACT

This study investigates the value-relevance of accounting information before and after the initial convergence process towards international accounting standards in Brazil. A total of 2,277 quarterly observations of all the companies that composed the theoretical portfolio of Ibovespa during a 15-year period, from 1955 to 2009, have been analyzed. The study aims at analyzing this issue from three different perspectives. The first one has a short-term focus, and analyzes the reaction of the Brazilian capital market to the disclosure of financial statements at three different moments: before, during and after the transition from the Brazilian accounting standard (BR_GAAP) to the hybrid standard (BR_GAAP/IFRS). The methodology used in this perspective is the event study. Additionally, the study aims at approaching the companies analyzed in a heterogeneous way, as suggested by Holthausen (2003) and Lopes & Walker (2008). Thus, in the first perspective, there is a segmentation of the research sample according to some markers signing that companies are more likely to provide higher quality accounting information, regardless the accounting rules in Brazil. The aim was to find out whether incentives the companies have to become more informative smooth the impact of adopting a higher quality accounting standard (IFRS). Results have shown that: financial statements have informational content, i.e. they provide new information that is then incorporated into prices; as to the companies from the sample that count on incentives to be more informative (ADR), no differences have been found in their informational content either before or after the beginning of the process of migration to IFRS norms; as to companies from the sample whose good corporate governance practices were measured through the Brazilian Corporate Governance Index (BCGI), results have been inconclusive. The second perspective has turned to a long-term analysis of the association between accounting variables and market variables. This analysis has been carried out in two different, but complementary manners. Through the investigation of the association between accounting information (earnings and equity) and price, the purpose is to identify whether the adoption of a higher quality accounting standard in Brazil (IFRS), despite being partial, increases the level of association between those accounting variables and price. In a complementary way, the value-relevance of the accounting information has also been analyzed, but with a different econometric model: the return model or timeliness. In the second perspective, the results have shown that the value-relevance of the accounting information, as measured through the return and price models, has increased after the partial adoption of IFRS norms in Brazil. These results have been obtained from annual and quarterly data. Finally, the third perspective has been inspired in the analysis of value-relevance of accounting figures at a specific moment, which is the disclosure of adjustments of equity and earnings reconciliation in financial statements along the period of transition from the Brazilian accounting standard to IFRS. We should highlight that the econometric models to check such association are similar to those adopted in the second perspective (value-relevance and timeliness). In this perspective, evidences have shown that the adjustments of earnings and equity reconciliation are value-relevant to the Brazilian capital market. This means that the same economical events, when measured through different accounting norms, both change investors' expectations as to the future earnings of a company and, consequently, modify prices.

SUMÁRIO

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS	3
LISTA DE TABELAS.....	6
1 INTRODUÇÃO	7
1.1 Contextualização da Pesquisa	7
1.2 Problema da Pesquisa	12
1.3 Hipóteses da Pesquisa	13
1.4 Objetivos:	14
1.4.1 Objetivo Geral:	15
1.4.2 Objetivos Específicos:	15
1.5 Justificativa da Pesquisa.....	15
1.6 Contribuições da Pesquisa.....	20
1.7 Estrutura do Trabalho.....	21
2 PLATAFORMA TEÓRICA.....	23
2.1 A Relevância da Informação Contábil.....	23
2.1.1 Abordagens dos Estudos de Relevância	26
2.1.2 Classificação dos Estudos de Relevância	28
2.1.3 Pressupostos Teóricos dos Modelos de Relevância	32
2.1.4 Modelos Preço e Retorno.....	34
2.1.5 Problemas Econométricos com os Modelos de Preço	37
2.1.6 Qual o Melhor Modelo: Preço ou Retorno?.....	39
2.1.7 Evidências Empíricas da Mudança da Relevância ao Longo do Tempo	41
2.1.8 A Fraca Relação entre Lucro e Retorno.....	43
2.1.9 Evidências Empíricas no Brasil	44
2.2 Estudos de Relevância das Informações Contábeis e as Normas IFRS	52
2.2.1 Evidências Empíricas para a Primeira Hipótese:	56
2.2.2 Evidências Empíricas para a Segunda Hipótese:	63
2.2.3 Evidências Empíricas para a Terceira Hipótese:.....	66
2.3 Processo de Convergência às IFRS no Brasil	73
2.3.1 Ambiente Institucional Brasileiro	74
2.3.2 O processo de convergência no Brasil.....	77
2.3.3 Comitê de Pronunciamentos Contábeis	80
2.3.4 Adoção Parcial: a Lei nº 11.638/07 e a MP nº 449/08.....	91
2.3.5 Evidências Empíricas.....	95
3 MÉTODO DE PESQUISA	101
3.1 Classificação da Pesquisa	101
3.2 Descrição da Amostra da Pesquisa.....	102
3.3 Validando o Índice Brasileiro de Governança Corporativa (BGCI).....	108
3.4 Modelando o Estudo de Eventos.....	109
3.4.1 Definição do Evento	112
3.4.2 Modelos de Mensuração do Retorno Anormal	113
3.4.3 Procedimentos de Estimação dos Retornos Anormais.....	115
3.4.4 Procedimentos de Estimação dos Lucros Anormais	117
3.4.5 Padronização dos Retornos Anormais	118
3.4.6 Agregação dos Retornos Anormais	119
3.4.7 Procedimentos de Testes.....	121

3.5	Modelando a Relevância das Informações Contábeis.....	123
3.5.1	Especificação do Modelo de Preço.....	124
3.5.2	Especificação do Modelo de Retorno	125
3.5.3	Especificação do Modelo de Relevância dos Ajustes de Reconciliação:.....	126
3.6	Coleta dos Dados	130
4	ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	133
4.1	Estudo de Eventos	134
4.1.1	Reação do Mercado para a Amostra Total.....	134
4.1.2	Reação do Mercado de Capitais para a Amostra de Empresas “ADR”	146
4.1.3	Reação do Mercado Segundo o BCGI.....	156
4.2	Análise da Relevância da Informação Contábil - Perspectiva de Longo Prazo	164
4.2.1	Análise da Relevância Através do Modelo de Preço (<i>Price-Level</i>)	165
4.2.1.1	Dados Anuais	166
4.2.1.2	Dados Trimestrais	171
4.2.2	Análise do Modelo de Retorno (<i>Return-Level</i>).....	176
4.2.1.1	Dados Anuais	176
4.2.1.2	Dados Trimestrais	180
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	185
	REFERÊNCIAS	189
	APÊNDICES.....	219
	ANEXOS	235

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AAR	<i>Abnormal Average Return</i>
AAP	Ajuste de Avaliação Patrimonial
ABRASCA	Associação Brasileira das Companhias Abertas
ADR	<i>American Depository Receipt</i>
AEG	<i>Abnormal Earnings Growth</i>
AICPA	<i>American Institute of Certified Public Accountants</i>
AMEX	<i>American Stock Exchange</i>
APIMEC	Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais
APT	<i>Arbitrage Price Theory</i>
AR	<i>Abnormal Return</i>
AVP	Ajuste a Valor Presente
BACEN	Banco Central do Brasil
BCGI	<i>Brazilian Corporate Governance index</i>
BMF&BOVESPA	Bolsa de Mercadoria e Futuros & Bolsa de Valores de São Paulo
BR_GAAP	Princípios Contábeis Geralmente Aceitos no Brasil
BR_GAAP/IFRS	Padrão Contábil Híbrido
CAAR	<i>Cumulative Average Abnormal Return</i>
CAR	<i>Cumulative Abnormal Return</i>
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CDB	Certificados de Depósito Bancário
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
CFC	Conselho Federal de Contabilidade
CMBAR	<i>Capital Markets-Based Accounting Research</i>
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CPC 00	Estrutura Conceitual para a Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis
CPC 01	Redução ao Valor Recuperável de Ativos
CPC 02	Efeitos das Mudanças nas Taxas de Câmbio e Conversão de Demonstrações Contábeis

CPC 03	Demonstração dos Fluxos de Caixa
CPC 04	Ativo Intangível
CPC 05	Divulgação sobre Partes Relacionadas
CPC 06	Operações de Arrendamento Mercantil
CPC 07	Subvenção e Assistência Governamentais
CPC 08	Custos de Transação e Prêmios na Emissão de Títulos e Valores Mobiliários
CPC 09	Demonstração do Valor Adicionado
CPC 10	Pagamento Baseado em Ações
CPC 11	Contratos de Seguro
CPC 12	Ajuste a Valor Presente
CPC 13	Adoção Inicial da Lei nº. 11.638/07 e da Medida Provisória nº. 449/08
CPC 14	Instrumentos Financeiros: Reconhecimento, Mensuração e Evidenciação (Fase 1)
CRSP	<i>Center for Research in Security Prices</i>
CSR	<i>Clean Surplus Relation</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFC	Demonstração dos Fluxos de Caixa
DFP	Demonstrações Financeiras Padronizadas
DIL	Dinâmicas Informacionais Lineares
DOAR	Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos
DRE	Demonstrativo do Resultado do Exercício
DVA	Demonstração do Valor Adicionado
EUA	Estados Unidos da América
FASB	<i>Financial Accounting Standards Board</i>
FIPECAFI	Fundação Instituto de Pesquisas, Contábeis, Atuariais e Financeiras
GAAP	<i>Generally Accepted Accounting Principles</i>
IAS	<i>International Accounting Standards</i>
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
IASC	<i>International Accounting Standards Committee</i>
IBEX	Índice da Bolsa de Valores de Madri
Ibovespa	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
IBRACON	Instituto dos Auditores Independentes do Brasil
IBrX	Índice Brasil

IOPC	Índice de Observância às Práticas de Convergência.
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IPO	<i>Initial Public Offerings</i>
MDD	Modelo de Desconto de Dividendos
MP	Medida Provisória
MQG	Mínimos Quadrados Generalizados
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
MRA	Modelo de Avaliação pelo Resultado Anormal
NASDAQ	<i>National Association of Security Dealers Automated Quotations System</i>
NDGC	Níveis Diferenciados de Governança Corporativa
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
OLS	<i>Ordinary Least Squares</i>
R^2	Coefficiente de Determinação
RIV	<i>Residual Income Valuation</i>
ROE	<i>Return on Equity</i>
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados
US GAAP	<i>United States Generally Accepted Accounting Principles</i>

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Composição da Amostra da Pesquisa.....	104
Tabela 2 - Amostra da Pesquisa – Setor Econômico	105
Tabela 3 – Detalhamento da Amostra da Pesquisa	106
Tabela 4 - Amostra da Pesquisa	107
Tabela 5 – Estatística Descritiva dos Retornos Anormais Médios da Amostra Total	136
Tabela 6 – Retornos Anormais Médios (AAR) da Amostra Total.....	138
Tabela 7 – Retornos Anormais Médios da Amostra Total – Período BR_GAAP/IFRS.....	140
Tabela 8 – Retornos Anormais Médios e Cumulativos para a Amostra Total.....	142
Tabela 9 – Teste de Diferença de Média da Amostra Total.....	145
Tabela 10 – Estatística Descritiva dos Retornos Anormais Médios da Amostra ADR	148
Tabela 11 – Retornos Anormais Médios da Amostra ADR.....	150
Tabela 12 – Retornos Anormais Médios da Amostra ADR – Período BR_GAAP/IFRS.....	151
Tabela 13 – Retornos Anormais Cumulativos Médios Amostra ADR	152
Tabela 14 – Teste de Diferença de Média da Amostra ADR.....	155
Tabela 15 – Estatística Descritiva dos Retornos Anormais Médios da Amostra BCGI	157
Tabela 16 – Retornos Anormais Médios da Amostra BCGI.....	159
Tabela 17 – Retornos Anormais Médios da Amostra BCGI – Período BR_GAAP/IFRS	160
Tabela 18 – Retornos Anormais Cumulativos Médios da Amostra BCGI	161
Tabela 19 – Teste de Diferença de Média da Amostra BCGI.....	164
Tabela 20 – Estatística Descritiva do Modelo de Relevância Anual – Nível Preço	166
Tabela 21 – Matriz de Correlação do Modelo de Relevância Anual	167
Tabela 22 – Regressões Anuais de Relevância – Nível Preço	168
Tabela 23 – Comparativo da Relevância Anual – Nível Preço.....	170
Tabela 24 – Estatística Descritiva do Modelo de Relevância Trimestral – Nível Preço	172
Tabela 25 – Matriz de Correlação da Relevância Trimestral.....	172
Tabela 26 – Regressões de Relevância Trimestral – Nível Preço.....	173
Tabela 27 – Comparativo da Relevância Trimestral – Nível Preço.....	175
Tabela 28 – Estatística Descritiva do Modelo de Relevância Anual – Nível Retorno.....	176
Tabela 29 – Matriz de Correlação do Timeliness Anual.....	177
Tabela 30 – Regressões de Relevância Anual – Nível Retorno	178
Tabela 31 – Comparativo da Relevância Anual – Nível Retorno (<i>Timeliness</i>)	180
Tabela 32 – Estatística Descritiva do Modelo de Relevância Trimestral – Nível Retorno....	181
Tabela 33 - Matriz de Correlação do <i>Timeliness</i> Trimestral.....	181
Tabela 34 – Regressões de Relevância Trimestral– Nível Retorno (<i>Timeliness</i>)	182
Tabela 35 – Comparativo da Relevância Trimestral – Nível Retorno (<i>Timeliness</i>)	183

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização da Pesquisa

A literatura contábil internacional tem-se dedicado nas últimas quatro décadas a examinar a relação entre as informações contábeis e o mercado de capitais. Essa linha de pesquisa é conhecida como *capital markets-based accounting research*¹ (CMBAR) e tem despertado a atenção tanto da comunidade científica quanto da sociedade. Desde o estudo seminal de Ball e Brown (1968), que foi considerado o marco inicial dessa abordagem na contabilidade, a demanda por essas pesquisas têm sido crescente. Kothari (2001) destaca que, somente nos principais periódicos de contabilidade dos Estados Unidos, existem mais de 1.000 artigos científicos publicados conforme essa abordagem.

O desenvolvimento da pesquisa em mercado de capitais foi impulsionado a partir da década de 1960, com o desenvolvimento das áreas de economia e finanças. Assim, estabeleceram-se os alicerces iniciais para que a pesquisa contábil pudesse migrar da abordagem normativa para a abordagem positiva. De acordo com Kothari (2001), até meados de 1960 a teoria contábil era normativa, sendo que o seu avanço estava relacionado a um conjunto de objetivos contábeis estabelecidos. Dessa forma, o desenvolvimento da teoria estava condicionado aos objetivos assumidos pelo pesquisador, e o seu processo de verificação era lógico-dedutivo. Nesse período, as análises empíricas para validar as teorias eram escassas.

Como consequência desse cenário e do modo como as práticas eram estabelecidas, a utilidade das demonstrações contábeis começou a ser questionada. Ou seja, as bases para selecionar uma prática contábil, em detrimento de outra, era simplificada a uma escolha entre diferentes objetivos da contabilidade (KOTHARI, 2001). Nesse ínterim, começou a ficar latente a necessidade de se verificar empiricamente a realidade.

¹ Pesquisa de contabilidade baseada em mercado de capitais.

O desenvolvimento da teoria positiva em economia², a hipótese de mercado eficiente, o modelo de precificação de ativos de capital (CAPM) e a metodologia do estudo de eventos tornaram possíveis os testes empíricos das práticas contábeis adotadas. Assim, utilizando-se da hipótese de eficiência de mercado, Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) puderam testar a utilidade das demonstrações contábeis para o mercado de capitais. Adicionalmente, esse mesmo conjunto de acontecimentos também possibilitou o desenvolvimento da teoria positiva em contabilidade, cujo objetivo é “[...] explicar e prever as práticas contábeis” (WATTS; ZIMMERMANN, 1986, p. 2).

Uma vez estabelecidas as bases para a estruturação da abordagem positiva de pesquisa em contabilidade, intensificaram-se os estudos que relacionavam a divulgação de informações contábeis (por exemplo, lucro e patrimônio líquido) com a variação dos preços das ações. Essas pesquisas tinham o objetivo de verificar se o conteúdo informacional das demonstrações contábeis era relevante para os usuários. Para isso, o ambiente do mercado de capitais constitui-se em um “laboratório” que possibilita testar o papel informacional da contabilidade (LOPES; MARTINS, 2005).

De modo geral, as evidências empíricas da literatura das pesquisas contábeis em mercado de capitais confirmam a hipótese de mercado eficiente, ou seja, o mercado de capitais reage instantaneamente, ajustando o preço às novas informações disponibilizadas pela contabilidade. Nessa linha, além dos estudos de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968), destacam-se: Beaver *et al* (1979), Foster *et al* (1984), Patell e Wolfson (1984), Bernard e Thomas (1989, 1990), Lee (1992), Landsman e Maydew (2001), entre outros.

No Brasil, os estudos empíricos sobre a relevância das informações contábeis no mercado de capitais, além de escassos, são recentes. Destacam-se os estudos de Leite e Sanvicente (1990), Schiehl (1996), Prux Jr. (1998), Perobelli e Ness Jr. (2000), Bernardo (2001), Lopes (2002), Sarlo Neto *et al* (2003), Lima e Terra (2004a, 2004b), Sarlo Neto *et al* (2005), entre outros.³

² Friedman (1953, p. 7) *apud* Kothari (2001) foi um dos precursores da disseminação da teoria positiva como a corrente dominante nas pesquisas em economia, finanças e contabilidade. Para o autor, a teoria positiva pode ser assim sintetizada: “[...] a theory or hypothesis that yields valid and meaningful (i.e., not truistic) predictions about phenomena yet to be observed”.

³ Rangel *et al* (2005); Gomes e Lorigato (2006); Sarlo Neto *et al* (2006); Lopes (2004); Lopes (2006); Lopes *et al* (2007); Teixeira *et al* (2004); Rezende *et al* (2008a, 2008b); Okimura e Sousa (2004); Scarpin *et al* (2007); Santos e Lustosa (2008); Malacrida *et al* (2008); Dalmácio e Rezende (2008).

As mesmas condições que possibilitaram investigar a relação entre as informações contábeis e o retorno das ações também permitiram associar diversos outros eventos contábeis e verificar a reação dos participantes do mercado de capitais. Como exemplo, tem-se o estudo de Beaver e Dukes (1972), que identificou, através da reação do mercado de capitais, quais métodos contábeis deveriam ser convertidos em normas.⁴ A investigação acadêmica da relação empírica entre a reação do mercado de capitais e uma informação contábil específica, com o objetivo de verificar a sua adequação para posteriormente considerá-la uma norma, é conhecida como *value relevance* (HOLTHAUSEN; WATTS, 2001).

Nesse sentido, a Europa reuniu uma série de características que a tornaram um caso único para os pesquisadores avaliarem a reação do mercado de capitais em relação à adoção de padrões contábeis mais sofisticados.⁵ Desde os primeiros estágios do movimento de harmonização das normas contábeis na Europa até a obrigatoriedade de se adotar as normas IFRS (*International Financial Reporting Standards*), assim como as diferenças entre os países (por exemplo, cultura, fatores institucionais, *enforcement* legal, origem legal, mercado de capitais, governança corporativa, etc.), propiciou que se investigassem os efeitos de uma única norma contábil (IFRS) em países heterogêneos.

De fato, ao se investigar a temática de convergência às normas IFRS, considera-se como ponto de partida a emissão de uma lei⁶ em 2002, por parte da União Europeia, que obrigou a adoção das normas IFRS para todas as empresas de capital aberto que exercem atividades em seus países-membros. Essas normas internacionais de contabilidade, diretrizes ou padrão do IFRS são elaboradas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB)⁷, que assumiu

⁴ As expressões “normas contábeis” e “padrões contábeis” são usadas como sinônimos na presente pesquisa.

⁵ Historicamente, os sistemas legais, combinados com outras diferenças políticas e econômicas, criaram uma vasta diversidade de sistemas contábeis. Consequentemente, a comparação entre as demonstrações contábeis de empresas de diferentes países tornou-se uma tarefa difícil. A Europa originou diversos sistemas legais (inglês, francês e escandinavo), que contribuíram para a diversidade de sistemas contábeis que se estabeleceram. Diante dessa percepção, os membros da União Europeia iniciaram um movimento que objetivava harmonizar as diferentes normas contábeis. A harmonização consistiu em um processo que buscou aumentar a comparabilidade das práticas contábeis, limitando as suas diferenças (CHOI; MEEK, 2005). Nas décadas de 1970 e 1980, os esforços para concretizar a harmonização estavam relacionados com a emissão de diretrizes para facilitar os fluxos financeiros entre as empresas de diferentes países. Na década de 1990, o processo de harmonização foi impulsionado com a emissão das IAS (*International Accounting Standards*), que foram as precursoras das IFRS (*International Financial Reporting Standards*). No ano de 2005, a Europa tornou obrigatória a adoção das IFRS pelas empresas.

⁶ *Regulation* (EC n° 1606/2002).

⁷ No período de 1973 a 2000, as normas internacionais de contabilidade foram emitidas pelo predecessor do IASB, o International Accounting Standards Committee (IASC). Durante esse período, as normas emitidas pelo IASC eram denominadas IAS. O IASB assumiu a função normatizadora em 2000 e, apesar de ter passado a usar

essa função normatizadora em 2000. Tal lei passou a vigorar a partir do ano de 2005, no qual todas as empresas listadas em bolsas de valores na União Europeia foram solicitadas a fazer suas demonstrações consolidadas de acordo com as IFRS. No entanto, “as demonstrações individuais das empresas listadas não foram objeto de tal exigência, fazendo com que a União Europeia tenha dois regimes normativos distintos no mesmo lugar” (IKUNO *et al*, 2010, p. 2).

Atenta-se para o fato de que países não integrantes da União Europeia também estão convergindo às normas IFRS, seja completamente, seja parcialmente. Ademais, os Estados Unidos têm apoiado o processo de convergência, uma vez que, em 2002, o FASB (*Financial Accounting Standards Board*) e o IASB firmaram o seu comprometimento com a convergência, com vistas a: i) tornar as suas normas existentes totalmente compatíveis e praticáveis; ii) coordenar seus futuros programas de trabalho para assegurar a continuidade dos projetos de junção e encorajar seus órgãos interpretativos a coordenar suas atividades (IKUNO *et al*, 2010).

Verificou-se que, até outubro de 2010, 123 países permitem ou requerem a aplicação das normas IFRS para as suas empresas listadas em bolsas de valores. Desse total, 26 países permitem a aplicação das IFRS, 6 países requerem a aplicação das IFRS para algumas empresas de sua economia e, por fim, 91 países requerem a aplicação das IFRS para todas as empresas listadas em bolsa (DELOITTE, 2010). Espera-se que, para esses países, a convergência das normas contábeis às IFRS proporcione uma série de vantagens, tais como: maior transparência e comparabilidade dos demonstrativos financeiros, integração dos mercados financeiros internacionais, consolidação dos blocos econômicos, atuação de instituições e órgãos em vários países de maneira conjunta e internacional e estabilidade financeira.

Calixto (2010) contribui para essa discussão ao afirmar que as expectativas quanto à adoção do padrão IFRS são grandes, tendo em vista as prováveis mudanças significativas que podem ocorrer no ambiente de negócios, especialmente devido ao fato de se acabar com a variedade de normas contábeis que as empresas acompanham em cada país em que operam, pois existe uma considerável variação na qualidade da informação contábil produzida e na eficiência

a nomenclatura IFRS, continua a reconhecer as normas IAS, anteriormente emanadas pelo IASC (CALIXTO, 2010, p. 160).

econômica entre os países. Assim, acredita-se que uma linguagem comum internacional poderá trazer grandes benefícios para a elaboração de análises econômico-financeiras das empresas de países e regiões diferentes.

Entretanto, a adoção de padrões contábeis de alta qualidade (IFRS ou US GAAP), por si só, não assegura um conteúdo informacional superior. Os padrões contábeis são úteis somente em países que apresentam incentivos adequados para a divulgação de informações relevantes ao mercado de capitais. Esses países são caracterizados por uma melhor proteção aos acionistas, uma maior efetividade do sistema legal e um maior *enforcement* (BALL *et al*, 2000, 2003; LEUZ *et al*, 2003; BURGSTAHLER *et al*, 2006).

Diversos estudos (BARTH *et al*, 2008; BARTOV *et al*, 2005; LANG *et al*, 2006; BRADSHAW; MILLER, 2008) examinaram a qualidade das informações contábeis associadas à adoção das IFRS. Barth *et al* (2007) estabeleceram um portfólio de medidas para mensurar a qualidade da informação contábil, a saber: *timeliness* (BALL *et al*, 2000; 2003), conservadorismo, *earnings management* (LEUZ *et al*, 2003) e *value relevance* (ALFORD *et al*, 1993; ALI; HWANG, 2000; LAND; LANG, 2002).

O objetivo dessa contextualização relativa às pesquisas de contabilidade em mercado de capitais é destacar dois aspectos relacionados à presente tese. O primeiro é o conteúdo informacional das demonstrações contábeis. Desde o estudo de Ball e Brown (1968), essa área de pesquisa na contabilidade ainda tem sido bastante solicitada. Alguns estudos (como BALL; SHIVAKUMAR, 2008) levantam questionamentos⁸ baseados nas divergências dos resultados empíricos (BALL; BROWN, 1968, BEAVER, 1968; FOSTER *et al*, 1984; BERNARD; THOMAS, 1990), ao mesmo tempo em que lançam luz a novos delineamentos de pesquisa. No Brasil, conforme mencionado, os estudos que contemplam a investigação do conteúdo informacional das demonstrações contábeis são bastante recentes.

O segundo aspecto refere-se às consequências econômicas da migração das normas contábeis “locais” para padrões contábeis mais exigentes, especificamente as IFRS. Esse recorte de

⁸ Ball e Shivakumar (2008) concordam que as demonstrações contábeis contêm um elemento “surpresa”, ou seja, um conteúdo informacional. Eles destacam a reduzida contribuição que as demonstrações contábeis trazem ao mercado de capitais em termos de “novidades”. Os seus resultados empíricos mostram que as informações trimestrais contribuem com um percentual de 1,5% a 2% de informações “novas” ao conjunto informacional existente.

pesquisa é um dos que mais tem despertado a atenção de estudiosos no mundo. Daske *et al* (2008) destacam que a introdução das IFRS em larga escala no mundo é uma das mudanças regulatórias mais importantes na história da contabilidade.

Considerando especificamente o Brasil nesse contexto, o ano de 2008 representou um marco em sua trajetória rumo à convergência às normas internacionais de contabilidade. A Lei nº 11.638/2007 estabeleceu as diretrizes iniciais para essa migração. Assim, a tendência de convergência contábil mundial insere-se definitivamente no contexto brasileiro com a obrigatoriedade de adoção das IFRS para as companhias abertas listadas na BM&FBovespa e para as empresas consideradas de grande porte.

1.2 Problema da Pesquisa

Em face ao que foi exposto até aqui, acredita-se que a migração do modelo brasileiro para o internacional não garantirá, *per se*, uma melhora na avaliação da qualidade da informação contábil (CVM, 2008). Por esse motivo, aspectos como proteção aos investidores, nível de concentração acionária, efetiva adoção dos organismos reguladores e estrutura de governança corporativa assumem um papel fundamental nessa área (LEV, 1989; LEV; ZAROWIN, 1999; ALFORD *et al*, 1993; ALI; HWANG, 2000). Portanto, torna-se importante contextualizar alguns desses aspectos do Brasil.

Ali e Hwang (2000) relacionam cinco atributos ao nível informacional das demonstrações contábeis: i) sistema financeiro orientado para o mercado; ii) sistema legal britânico-americano, com mercado de capitais desenvolvido e propriedade dispersa; iii) participação dos profissionais no estabelecimento de normas; iv) baixa influência das normas tributárias nos procedimentos contábeis; v) montante gasto em auditoria.

De acordo com Lopes (2009), durante o período de vigência da Lei nº 6.404/76, o Brasil posiciona-se negativamente em relação a todos esses critérios, uma vez que o sistema financeiro é orientado aos bancos e o sistema legal é o *code law*, com um mercado de capitais em desenvolvimento e concentração de propriedade. Além disso, observa-se uma baixa participação dos profissionais no estabelecimento das normas e uma alta influência das normas tributárias nos procedimentos contábeis. De acordo com esses critérios, a relevância

das informações contábeis passa a ser reduzida. Adicionalmente, Morck *et al* (2000) classificam o Brasil como um país no qual os fatores macroeconômicos têm uma grande influência sobre a variação dos preços das ações e as informações específicas das empresas não têm grande relevância sobre os preços dos ativos (sincronismo).

Todos esses critérios convergem para um ponto em comum: a baixa relevância das informações contábeis no Brasil. Considerando que o Brasil apresenta características marcantes de baixa relevância quanto a suas informações contábeis, mas está migrando para um regime contábil que é associado a uma maior qualidade e transparência das informações, torna-se oportuno apresentar o problema da pesquisa da tese:

A adoção parcial das normas internacionais de contabilidade aumentou a relevância da informação contábil para o mercado de capitais brasileiro?

Pretende-se investigar se a relevância das demonstrações contábeis das empresas no Brasil aumentou após a promulgação da Lei nº 11.638/2007, que passou a vigorar a partir de 2008. Adicionalmente, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) tem emitido diversos pronunciamentos técnicos que estão fortemente alinhados com as normas contábeis internacionais.

Logo, o Brasil apresenta um conjunto de atributos institucionais (LA PORTA *et al*, 1998; BALL *et al*, 2000, 2003; LEUZ *et al*, 2003; BURGSTÄHLER, *et al*, 2006) que moldam os seus incentivos para ter e manter o baixo nível de informatividade; por outro lado, observa-se a iminência de um novo padrão contábil que objetiva ampliar o nível informacional da contabilidade. Embora se deva reconhecer que as evidências empíricas internacionais (BALL *et al*, 2003; DASKE *et al*, 2008) apontam a predominância dos fatores institucionais no aumento da informatividade, tem-se uma importante oportunidade de testar esse momento da história da contabilidade brasileira. Portanto, para responder à questão da pesquisa ora proposta, torna-se necessário definir as hipóteses que serão testadas empiricamente.

1.3 Hipóteses da Pesquisa

Derivaram-se as seguintes hipóteses relacionadas à adoção das normas internacionais de

contabilidade e à relevância da informação contábil para o mercado de capitais brasileiro:

H1: A reação do mercado de capitais brasileiro frente à divulgação das demonstrações contábeis está associada à qualidade do padrão contábil vigente e à estrutura de incentivos que as empresas recebem para disponibilizar informações com maior qualidade.

H2: As informações contábeis têm maior associação com os retornos contemporâneos e os preços no padrão contábil híbrido (BR_GAAP/IFRS) do que no padrão contábil brasileiro (BR_GAAP).

H3: Os ajustes de reconciliação do lucro e do patrimônio líquido no período de transição do padrão contábil brasileiro (BR_GAAP) para o híbrido (BR_GAAP/IFRS) são relevantes para o mercado de capitais brasileiro.

Essas hipóteses foram desenvolvidas considerando-se especialmente as contribuições desenvolvidas por Collins *et al* (1997), Francis e Schipper (1999), Horton e Serafeim (2009). De maneira específica, a primeira hipótese (H1) utiliza a metodologia do estudo de eventos e identifica-se com a definição de relevância sob a perspectiva informacional (FRANCIS; SCHIPPER, 1999). A segunda e a terceira hipóteses da pesquisa (H2 e H3) pretendem analisar a associação entre variáveis contábeis e valores de mercado, identificando-se com a quarta definição de relevância sob a perspectiva de mensuração (FRANCIS; SCHIPPER, 1999).⁹

1.4 Objetivos:

O objetivo geral e os objetivos específicos do estudo serão descritos a seguir.

⁹ As definições de relevância da informação contábil, conforme Francis e Schipper (1999), estão descritas na seção 2.1 do Capítulo 2.

1.4.1 Objetivo Geral:

O objetivo geral desta pesquisa consiste em mensurar e analisar se houve aumento na relevância das informações contábeis a partir da adoção parcial das normas internacionais de contabilidade no Brasil.

A fim de atingir o objetivo geral ora enunciado, serão apresentados os objetivos específicos. Em conjunto com as hipóteses desenvolvidas, eles visam a atender ao questionamento proposto neste estudo.

1.4.2 Objetivos Específicos:

Os objetivos específicos são os seguintes:

- analisar a reação do mercado de capitais brasileiro associada à divulgação das demonstrações contábeis em três momentos distintos: antes, durante e após a transição do padrão contábil brasileiro para o padrão híbrido;
- analisar a associação das informações contábeis com os retornos contemporâneos e preços em três momentos distintos: antes, durante e após a transição do padrão contábil brasileiro para o padrão híbrido;
- analisar a relevância dos ajustes de reconciliação do lucro e do patrimônio líquido nas demonstrações contábeis no período de transição entre o padrão contábil brasileiro e o padrão híbrido.

1.5 Justificativa da Pesquisa

Sabe-se que a contabilidade é responsável por prestar informações transparentes, confiáveis, claras e oportunas, que sejam úteis na tomada de decisões e avaliações por parte dos usuários em geral (partes interessadas de uma empresa), tendo em vista suas finalidades e necessidades distintas. Portanto, as demonstrações contábeis evidenciadas não apresentam o propósito de atender a demandas específicas de determinados grupos de usuários, e sim satisfazer as necessidades comuns da maioria dos seus usuários. Em função disso, a contabilidade apresenta-se como um reflexo do ambiente no qual se insere, estando assim vinculada aos

sistemas político, econômico e legal desse ambiente. La Porta *et al* (1998), Ali e Hwang (2000) e Ball *et al* (2000) oferecem uma contribuição significativa acerca dessa temática, relatando que as diferenças nas práticas contábeis adotadas em alguns países são influenciadas por seus sistemas legais de regras para proteção de acionistas e credores.

Ball *et al* (2000) identificam as distinções entre dois modelos gerais de sistema legal, demonstrando que os países que adotam o *code law* apresentam um nível inferior de proteção para acionistas e credores, bem como condições menos favoráveis para que a contabilidade cumpra a sua principal finalidade – a de prestar informações – quando comparados aos países que seguem o *common law*. Essas duas grandes distinções de modelos legais seguidos pelas economias impactam diretamente sobre a qualidade e a relevância das informações contábeis divulgadas nos países, uma vez que ambos os processos de regulação são determinados a partir de um dado grupo de interesses (governo no *code law* e setor privado no *common law*).

Com base nessa premissa, espera-se verificar um menor grau de relevância das informações contábeis em um ambiente com baixo envolvimento do setor privado e de órgãos de classe contábil no estabelecimento das normas e dos padrões contábeis, na medida em que o governo estabelece os padrões que visam a atender primordialmente as necessidades governamentais de regulação, controle, padronização, taxação e acompanhamento de políticas. Vale salientar que, em países nos quais a influência do direito romano é significativa, é possível identificar uma forte vinculação entre contabilidade e tributação, ao passo que, em países onde essa vinculação é tênue, os demonstrativos contábeis são, quando muito, apenas o ponto inicial para o cálculo de impostos e taxas.

No entanto, em um contexto no qual o estabelecimento das normas e dos padrões contábeis foi consequência da liderança ou da participação ativa do setor privado, a informação contábil tende a adquirir maior relevância para os usuários não governamentais, já que procura zelar por uma diversidade maior de informações, em vez de direcioná-las para atender a demandas do governo. Assim, é de se esperar que a relevância da informação contábil seja menor para os países que se enquadram no modelo *code law* comparativamente àqueles nos quais se aplica o modelo o *common law*. Tal evidência foi relatada por Morck *et al* (2000), que testaram a seguinte hipótese: em países emergentes, devido ao modelo de fraca proteção, os investidores não se baseiam nas informações das empresas para obter ganhos, pois as

informações emitidas pelas empresas não refletem de forma adequada e eficiente a realidade econômica das empresas.

Assim, considera-se que as principais causas da significativa divergência no processo de elaboração e evidenciação das demonstrações contábeis entre grande parte dos países estejam associadas a fatores culturais, políticos, econômicos e sociais, os quais abrangem aspectos relacionados à tradição histórica, à estrutura política e legal, ao desenvolvimento econômico e do mercado de capitais, aos valores sociais e ao nível de instrução. Soma-se a tais características a crescente demanda no mercado por informações.

Associam-se a esses divergentes modelos legais alguns fatores contextuais referentes à evolução das economias, tais como o crescimento e a expansão das atividades econômicas entre países, o maior fluxo de capital (investimentos *versus* financiamentos) internacional e a consequente ampliação das empresas e do aumento do número de acionistas. A partir disso, derivou-se a discussão e a consonância de que a contabilidade deveria passar por um processo de regulação que limitasse os possíveis tratamentos em prol da proteção aos agentes/usuários do mercado como um todo.

Para que tal processo realmente se tornasse real, seria necessário extinguir a crença entre “certo” ou “errado” no que tange à determinação do reconhecimento, da mensuração e da evidenciação de um evento econômico por parte de determinado modelo contábil de um país ao ser analisado frente a outros modelos contábeis preconizados em outras economias. Ou seja, os mercados e os agentes econômicos necessitam de uma “linguagem contábil” amplamente aceita por todos os envolvidos, que proporcione o entendimento sobre a posição patrimonial e financeira das organizações, permitindo a realização de avaliações e a tomada de decisões para um grande número de agentes participantes nas economias.

Todavia, não é fácil a implementação de um processo regulatório único, a ser aplicado para todos os países e agentes, dada a complexidade das diferenças institucionais observadas entre as economias. Diante desse paradoxo de distinções, a literatura acadêmica, as instituições e os órgãos de classe apontaram dois modelos tidos como referência: o modelo norte-americano (*United States Generally Accepted Accounting Principles* – US-GAAP) e o modelo internacional (IFRS). Conforme a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2008, p. 3):

A aparente “concorrência” entre os modelos foi alterada para uma “cooperação” quando o FASB (*Financial Accounting Standards Board*) e o IASB (*International Accounting Standards Board*) assinaram o acordo de Norwalk, que prevê a redução das diferenças no médio prazo, resultando em único modelo com princípios contábeis similares.

O principal motivo para a adoção do modelo internacional de normas contábeis fundamenta-se no aumento do nível de confiança das informações divulgadas, permitindo a todas as partes interessadas avaliar as suas possibilidades de aplicação de recursos com base em informações mais precisas, o que diminui o nível de incerteza e resulta em um menor custo de capital para as empresas brasileiras.

Segundo a CVM (2008), a migração do modelo brasileiro para o internacional não garantirá, por si só, uma melhora na avaliação da qualidade da informação contábil, podendo o efeito ser inclusive contrário ao esperado, já que um modelo com maior grau de subjetividade pode ampliar as possibilidades de gerenciamento das informações e incorrer em perda do nível de confiança das informações. Comenta-se que o IFRS pode ser mais um “rótulo” do que ser efetivamente aplicado, gerando possíveis reconciliações de “GAAP nacional” para “IFRS emitido pelo IASB” (DASKE *et al*, 2008).

Além disso, salienta-se que um único modelo regulatório mundial não é capaz de determinar todos os tratamentos possíveis a serem adotados para mensurar os eventos econômicos e, como consequência disso, o modelo apresenta certo grau de flexibilização entre possíveis escolhas. Logo, grande parte da qualidade da informação contábil não é determinada pelos princípios contábeis geralmente aceitos em si, mas por incentivos existentes para a preparação e a evidenciação das informações. Dessa maneira, aspectos como proteção aos investidores, nível de concentração acionária, efetiva adoção dos organismos reguladores e estrutura de governança corporativa assumem um papel fundamental (LEV, 1989; LEV; ZAROWIN, 1999; ALFORD *et al*, 1993; ALI; HWANG, 2000).

La Porta *et al* (1998) realizaram a primeira investigação referente ao efeito do sistema legal de um país sobre o seu sistema financeiro. Os autores constataram que países classificados como *common law* apresentam sistemas contábeis mais eficientes e oferecem proteção mais eficaz aos investidores do que países tipificados como *code law*. Outros fatores associados à qualidade informacional da contabilidade também são considerados, como sistema tributário

(HAW *et al*, 2004), estrutura de propriedade (BALL; SHIVAKUMAR, 2005; BURGSTAHLER *et al*, 2006; FAN; WONG, 2002) e desenvolvimento do mercado de capitais (ALI; HWANG, 2000).

Ball *et al* (2003) testaram em quatro países asiáticos a premissa de que altos padrões contábeis significariam maior qualidade informacional por parte da contabilidade. Os resultados indicam que padrões contábeis superiores e estrutura institucional precária resultam em uma qualidade informacional fraca, ou seja, é a estrutura de incentivos que determina a qualidade informacional da contabilidade. Logo, somente padrões contábeis superiores não são suficientes para incrementar a qualidade das informações contábeis.

Holthausen (2003), ao comentar o artigo de Ball *et al* (2003), destaca que mudar os incentivos dos preparadores e auditores é mais importante do que mudar o padrão contábil e que as pressões para reduzir as diferenças de padrões entre países não resolverão as diferenças na qualidade das informações contábeis entre países. Além disso, salienta que as empresas podem abandonar seus ambientes institucionais fracos e migrar para outros mais fortes em termos de padrões contábeis e características institucionais.

Outro aspecto apontado por Holthausen (2003) no estudo de Ball *et al* (2003) foi o fato de os autores tratarem os países de forma homogênea, segregando-os de acordo com o regime jurídico (*common law e code law*). Adicionalmente, ressalta que o nível informacional sobre os preços é tido como uniforme entre os países, ou seja, considera-se que o sincronismo dos mercados de capitais dos diferentes países são os mesmos.

Alguns estudos analisaram o grau de sincronismo nos mercados de capitais. French e Roll (1986) e Roll (1988) verificaram uma significativa proporção da variação dos retornos das ações que não podem ser explicadas por informações amplas do mercado, o que aponta para a importância do papel de informações específicas por parte das empresas. Pode-se considerar, então, o uso da variação dos retornos dos fatores específicos das empresas como medida de conteúdo informacional dos preços. Morck *et al* (2000) foram os primeiros a relatar o nível de variação dos retornos específicos das empresas em mercados emergentes. Como o valor encontrado é baixo, conclui-se que existe uma lacuna entre os mecanismos de proteção ao direito de propriedade nesses mercados que explica o baixo nível de conteúdo informacional no preço das ações.

Outros estudos analisaram a reação do mercado de capitais diante da divulgação dos resultados das empresas. DeFond *et al* (2007) encontraram evidências de que os anúncios de resultados anuais são mais informativos em países com padrões contábeis mais rígidos, melhor *enforcement* legal (dos gestores) e maior proteção aos investidores. Nesse sentido, o aumento da informação ao nível das empresas via aplicação de padrões contábeis mais sofisticados deveria conduzir a um aumento na variação dos retornos específicos, resultando em um conteúdo informacional maior. Entretanto, de acordo com a hipótese de eficiência de mercado, os investidores racionais estão aptos a decifrar as informações contábeis mascaradas, o que tornaria irrelevantes as diferenças entre padrões contábeis superiores ou inferiores.

Nesse cenário, torna-se oportuna a investigação da adoção parcial das normas IFRS no Brasil. Conforme já mencionado, elas estão tornando-se obrigatórias para a maioria dos países, sendo que as pesquisas empíricas sobre as consequências da adoção desse padrão contábil estão fortemente centradas nos países da União Europeia. Tais estudos costumam tratar os diferentes países de forma homogênea, ora desconsiderando seus fatores institucionais próprios, ora desconsiderando as diferenças ao nível de empresa (HOLTHAUSEN, 2003). Assim, a principal motivação desta tese para investigar os efeitos (ainda parciais) da convergência às normas internacionais de contabilidade sobre o conteúdo informacional das empresas brasileiras é o fato de o Brasil estar vivenciando um momento de transição em seu sistema contábil, considerado uma mudança radical que tornará a contabilidade brasileira similar à contabilidade de países desenvolvidos, como Estados Unidos e países-membros da União Europeia. Com base nisso, pretende-se refletir sobre os efeitos desse processo de migração, utilizando como mensuração a variação do conteúdo informacional das empresas.

1.6 Contribuições da Pesquisa

A principal contribuição desta tese reside no fato do processo de convergência para as normas IFRS no Brasil ser parcial. Esta adoção das IFRS em duas etapas (2008 e 2010) possibilita um recorte de pesquisa único, que permite investigar o conteúdo informacional das normas IFRS, *per se*, isolado de dois importantes efeitos tratados na literatura: i) o efeito rótulo (*label or brand effect*) e ii) o efeito comparabilidade. Daske *et al* (2009) analisaram as consequências

econômicas da adoção voluntária das normas IFRS em empresas de 30 países. Os autores constataram que muitas empresas adotaram as IFRS meramente como um rótulo, ou uma marca, sem procederem à mudanças substanciais em suas práticas de divulgação das informações contábeis. Outras empresas, ao contrário, adotaram as IFRS de forma consistente (*serious adopters*). Desta forma, é possível que muitas empresas que adotaram as IFRS apenas como uma marca tenham a expectativa de usufruir dos benefícios resultantes de um suposto conteúdo informacional superior; esperando assim, não serem distinguidas das empresas que adotam as IFRS de forma consistente. Por sua vez, o efeito comparabilidade está relacionado com os benefícios que as empresas têm em divulgar informações contábeis que são comparáveis globalmente. Consequentemente, espera-se que esta redução de assimetria informacional para os investidores possa resultar em um custo de capital menor para as empresas.

Adicionalmente, no Brasil foi exigido que o padrão contábil híbrido (BR_GAAP/IFRS) fosse aplicado para as demonstrações contábeis consolidadas e não consolidadas. A literatura, em geral, tem abordado os efeitos da adoção nas normas IFRS em demonstrações contábeis consolidadas, visto que na Europa somente estes demonstrativos são obrigados a seguirem as IFRS. Desta forma, a investigação dos efeitos de um padrão contábil híbrido sobre as demonstrações contábeis não consolidadas torna-se um caso interessante e único de ser estudado, contribuindo para a literatura de *value-relevance* e dos efeitos da adoção nas normas IFRS.

Outra contribuição é considerar neste estudo as diferenças entre as empresas, tratando-as de forma heterogênea, o que possibilita capturar efeitos e comportamentos específicos, relacionando-os aos incentivos que as empresas têm em divulgar informações contábeis de maior qualidade. Esta abordagem é baseada nos estudos de Holthausen (2003) e Lopes (2009).

1.7 Estrutura do Trabalho

Os demais capítulos desta tese são apresentados a seguir. No segundo capítulo, descreve-se a plataforma teórica que aborda a revisão da literatura quanto às questões teóricas e empíricas referentes à relevância das informações contábeis e das características nacionais específicas

que podem afetar essa relevância no mercado de capitais no Brasil e suas implicações para a relevância da informação contábil, sendo discutidos alguns aspectos que influenciam a convergência das normas contábeis brasileiras para as normas IFRS. No terceiro capítulo, demonstra-se o método que será utilizado para a consecução da pesquisa, definindo-se a formulação das hipóteses, a seleção da amostra e a escolha das técnicas empíricas adotadas na realização dos testes e suas limitações. No quarto capítulo, procede-se à discussão dos resultados obtidos pela aplicação das diferentes hipóteses, especificações e metodologias empíricas. Na última parte, destacam-se as considerações finais do estudo e as recomendações para pesquisas futuras.

2 PLATAFORMA TEÓRICA

2.1 A Relevância da Informação Contábil

A literatura contábil atribui o início da sua linha de investigação acerca da relação entre as variáveis contábeis e o mercado de capitais, conhecida como *Capital Market-Based Accounting Research* (CMBAR), ao trabalho seminal de Ball e Brown (1968). Esse artigo motivou numerosas pesquisas sobre a utilidade das informações emanadas da contabilidade para o mercado de capitais. Especificamente, os autores estudaram a relação entre o preço das ações e o anúncio de resultados das empresas. Embora considerando a hipótese de eficiência de mercado na sua forma semiforte, a qual preconiza que as informações contábeis já estão incorporadas aos preços antes da sua divulgação, os autores encontraram uma associação entre o preço e o resultado contábil.¹⁰ Dessa maneira, percebeu-se que as informações contábeis apresentam conteúdo informativo capaz de alterar as expectativas dos investidores, que é capturado através da variação nos valores de mercado da empresa, sendo normalmente utilizado o preço por ação. Assim, estabeleceu-se que os resultados contábeis possuem informações relevantes para o mercado de capitais, ou seja, eles são *value-relevant*¹¹.

Com vistas a estabelecer um entendimento inicial sobre a relevância das informações contábeis, Holthausen e Watts (2001) apresentam essa questão sob uma perspectiva voltada para as motivações e os propósitos dos órgãos normatizadores. Enquadram-se nessa categoria as pesquisas que investigam tanto a relação entre os valores de mercado das empresas ou a mudança nesses valores quanto informações contábeis específicas, com a finalidade de prover as bases para determinar ou avaliar o uso de tais informações em uma norma contábil.

Barth *et al* (2001) definem relevância como a associação entre informações contábeis e o valor de mercado da empresa. Segundo os autores, a primeira definição de relevância foi

¹⁰ A literatura apresenta a relação entre *earnings announcements* e *stock prices*. Nesta pesquisa, o termo *earnings* será considerado como resultado contábil.

¹¹ Para evitar o uso abusivo de termos estrangeiros ao longo do trabalho, o termo *value relevance* será traduzido por informação relevante ou relevância.

encontrada na pesquisa de Amir *et al* (1993), que investigaram se os ajustes de reconciliação dos resultados contábeis e do patrimônio líquido ao padrão contábil norte-americano de empresas estrangeiras de 20 países que listam suas ações na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE) eram relevantes. Ou seja, foi analisado se esses ajustes de reconciliação aumentavam a associação entre informações contábeis e preço ou retorno. Os resultados evidenciam que as reconciliações possuem relevância incremental em relação às informações divulgadas no sistema contábil do país de origem das empresas¹².

Francis e Schipper (1999) consideram quatro possíveis interpretações e definições para o constructo “valor relevante”. A primeira interpretação está relacionada às pesquisas contábeis em análise fundamentalista e baseia-se na premissa de que as informações contábeis antecipam os preços por capturar o valor intrínseco das ações. Essa abordagem pode ser aplicada em situações nas quais o mercado não reflete todas as informações disponíveis, sendo possível considerá-la em um mercado ineficiente. Nesse sentido, o conceito de relevância da informação contábil é inferido a partir dos retornos obtidos através da implementação de estratégias baseadas em informações contábeis (OU; PENNAN, 1989; HARRIS; OHLSON, 1990), partindo-se da premissa de que não são os preços que refletem o valor intrínseco da empresa, mas sim os números contábeis. Assim, dependendo do nível de ineficiência do mercado, os investidores podem ganhar retornos anormais utilizando-se das informações contábeis. Nesse contexto, a informação contábil é considerada relevante se os portfólios formados com base em tais informações estiverem associados a retornos anormais. Bernard *et al* (1997), Sloan (1996), Piotroski (2000), Mohanran (2005) e Galdi (2008) são autores que alinham suas pesquisas a essa abordagem.

A segunda interpretação do termo relevância identificada por Francis e Schipper (1999) define que uma informação financeira possui relevância quando contém as variáveis utilizadas em um modelo de avaliação ou contribui para prever essas variáveis. Nessa abordagem, a informação contábil é considerada relevante quando pode ser utilizada para prever resultados futuros, dividendos futuros ou fluxos de caixa futuro. Ou e Penman (1989), assim como Lev e Sougiannis (1996), exemplificam pesquisas de relevância da informação contábil desenvolvidas nessa perspectiva.

¹² No Brasil, Costa e Lopes (2007) investigaram a relevância das informações disponibilizadas ao mercado por empresas brasileiras com *American Depositary Receipt* (ADRs) negociados na NYSE. Os resultados mostram que os ajustes ao padrão contábil norte-americano (US-GAAP) efetuados no patrimônio líquido são relevantes para o mercado de capitais brasileiro.

A terceira abordagem de Francis e Schipper (1999) prevê que a informação contábil será considerada relevante se for utilizada pelos investidores no processo de precificação. Nesse sentido, a relevância é mensurada como sendo a habilidade das informações contábeis de alterar o conjunto de informações disponibilizadas no mercado, fazendo com que os investidores revisem suas expectativas e, por conseguinte, o preço. Essa abordagem caracteriza-se por estudos de curto intervalo de tempo, ou seja, analisa-se a reação do mercado de capitais em relação a uma informação contábil disponibilizada (por exemplo, anúncio dos resultados). Assim, a informação é considerada relevante quando a sua divulgação altera as expectativas dos investidores acerca dos fluxos de caixa futuro da empresa e, por isso, causa uma mudança nos preços. Beaver *et al* (1997) destaca que, nesse desenho de pesquisa, quando a informação contábil contém informações que modificam as expectativas dos investidores, ela é considerada como tendo “conteúdo informacional”, em vez de “relevância”. Os estudos realizados conforme essa abordagem tendem a seguir as metodologias propostas por Ball e Brown (1968) e Beaver (1968).¹³

Por fim, a quarta interpretação de relevância proposta por Francis e Schipper (1999, p. 326-327) contempla o papel das informações contábeis em resumir as transações da empresa, assim como outros eventos: “[...] relevância é mensurada pela capacidade das informações contábeis capturarem ou resumirem informações, independentemente da fonte, que afeta os valores das ações”.¹⁴ Nessa perspectiva, a contabilidade é vista como um instrumento para mensuração, e não se pressupõe que os investidores estejam realmente utilizando as informações contábeis em suas decisões, ou que a informação contábil seja tempestiva. O foco dessa abordagem está baseado na noção de que, se uma informação contábil (ou variável contábil) tem associação com os valores de mercado, então a informação contábil captura ou agrega informações que são utilizadas pelos participantes do mercado para determinar preços ou retornos. Barth *et al* (2001, p. 80) destacam que “[...] a informação contábil pode ser relevante, mas não relevante para as decisões dos investidores, se for substituída por informações mais tempestivas”.¹⁵ De acordo com Easton (1999), essa abordagem tornou-se a

¹³ Como exemplo de estudos dessa abordagem no Brasil, tem-se: Schiehl (1996), Perobelli e Ness Jr. (2000), Bernardo (2001), Lima e Terra (2004a, 2004b), Sarlo Neto *et al* (2005), Nascimento (2006), Costa Jr. e Martins (2008), Lima *et al* (2008), entre outros.

¹⁴ Tradução livre de: “[...] *value relevance is measured by the ability of financial statement information to capture or summarize information, regardless of source, that affects share values*”.

¹⁵ Tradução livre de: “[...] *accounting information can be value relevant but not decision relevant if it is superceded by more timely information*”.

predominante nos estudos de relevância das informações contábeis, com destaque para os estudos de Collins *et al* (1997), Francis e Schipper (1999), Lev e Zarowin (1999) e Lopes (2001).

Dentre as abordagens descritas, a presente pesquisa identifica-se com a terceira e a quarta definições de relevância sugeridas por Francis e Schipper (1999). De maneira específica, a primeira hipótese (H1) propõe-se a avaliar a reação do mercado de capitais diante da divulgação das demonstrações contábeis em três momentos distintos: antes, durante e após a adoção parcial para as normas IFRS. Essa hipótese, que utiliza a metodologia do estudo de eventos, identifica-se com a terceira definição de relevância (perspectiva informacional da relevância), uma vez que tem por objetivo avaliar se a divulgação das informações contábeis trouxe novas informações aos investidores, a ponto de fazê-los revisar suas expectativas futuras e, por consequência, alterar o preço. A segunda e a terceira hipóteses da pesquisa (H2 e H3) pretendem analisar se a associação entre variáveis contábeis e valores de mercado identifica-se com a quarta definição de relevância proposta por Francis e Schipper (1999), na qual a relevância é abordada sob uma perspectiva de mensuração.

2.1.1 Abordagens dos Estudos de Relevância

O volume de pesquisas acadêmicas relacionadas à informação contábil e aos preços intensificou-se nas últimas duas décadas, fazendo com que se estabelecesse uma miscelânea de resultados e conclusões. Acerca desse fato, Lo e Lys (2000) destacam que há uma confusão em relação às metodologias utilizadas na condução desses estudos e ao modo de interpretar os seus resultados. Como exemplo, os autores apontam as contradições observadas nas considerações de Landsman e Maydew (2001, p. 21), que destacam as evidências encontradas sobre a redução da relevância dos resultados contábeis ao longo dos anos, mas que também salientam o aumento do conteúdo informacional dessas informações:¹⁶

¹⁶ Tradução livre de: “*In contrast to the conventional wisdom of practitioners and assertions in the academic literature, we find no evidence of a decline in the informativeness of accounting information over the past thirty years, as measured by both abnormal trading volume and return volatility around quarterly earnings announcements. If anything, our results suggest an increase over time in the informativeness of quarterly earnings announcements.*”

Em contraste com a sabedoria convencional dos preparadores das informações contábeis e as afirmações na literatura acadêmica, não encontramos nenhuma evidência de um declínio na relevância das informações contábeis nos últimos 30 anos, mensurada pelo volume anormal dos negócios bem como pela volatilidade dos retornos em torno dos anúncios de resultados trimestrais. Nossos resultados sugerem que o conteúdo informacional das informações contábeis aumentou nas últimas três décadas.

O que se pode concluir a partir disso? Tomando tal situação como cenário, Lo e Lys (2000) discorrem sobre as diferenças entre os estudos baseados na abordagem de Ball e Brown (1968), que são considerados estudos de avaliação da relevância (*valuation relevance studies*), os estudos baseados na abordagem de Beaver (1968), considerados estudos de conteúdo informacional (*informational content studies*), e os próprios estudos de relevância (*value relevance*).

Embora sendo muito próximos, os estudos de avaliação da relevância e os de conteúdo informacional têm propósitos distintos. Na abordagem do conteúdo informacional, observa-se a divulgação contábil como um todo, não sendo possível realizar testes direcionais em função da natureza agregativa desses testes. Beaver (1968) examina a variância da diferença entre preços e suas expectativas condicionais, ou seja, compara o valor da variância dos retornos anormais no período do anúncio em relação aos demais períodos (sem anúncio). Se a variância é maior no período de anúncio, então ele conclui que existe conteúdo informacional, mas não testa a significância estatística da maior variância dos retornos (LO; LYS, 2000).

Por sua vez, os estudos de avaliação da relevância inspirados em Ball e Brown (1968), assim como os estudos de conteúdo informacional, estão interessados em investigar a relação entre variáveis contábeis e valores de mercado (preço). Entretanto, de acordo com Lo e Lys (2000), os estudos de avaliação da relevância ocupam-se do processo, e não da quantificação dessa relação entre variáveis contábeis e preço. Assim, a relação entre a informação contábil e a evolução dos preços ao longo do tempo é o tema central dessa abordagem, sendo comumente utilizada uma medida agregativa (lucro contábil) e investigado como essa medida relaciona-se com a mudança dos preços.

Por fim, 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.

Após serem tecidas essas ponderações iniciais, que se tornam importantes em função da diversidade de estudos que se abriga sobre o escopo da literatura de relevância das informações contábeis, a próxima etapa consiste em apresentar as diferentes categorizações de relevância segundo Holthausen e Watts (2001), Kothari (2001) e Beaver (2002).

2.1.2 Classificação dos Estudos de Relevância

Kothari (2001) analisa as principais demandas de pesquisa sobre mercado de capitais em contabilidade, dividindo-as em quatro grupos:

- 1. Análise fundamentalista e avaliação de empresas baseada em números contábeis:** pesquisas nessa área examinam se são identificadas ações nas quais o valor de mercado está diferente do valor intrínseco, podendo gerar ganhos. São contemplados os estudos de Fama e Muller (1972), Beaver *et al* (1980), Kormendi e Lipe (1987), Ohlson (1995), Feltham e Ohlson (1995), Frankel e Lee (1998), Dechow *et al* (1999), entre outros.
- 2. Testes de eficiência de mercado em relação às informações contábeis:** a literatura contábil infere sobre eficiência de mercado através de dois testes, quais sejam estudos de eventos (curto e longo prazo) e testes (*cross-sectional*) sobre previsão de retornos ou de anormalidades. As pesquisas consideradas como ícones nessa abordagem incluem Ball e Brown (1968), Foster *et al* (1984), Bernard e Thomas (1989), Ou e Penman (1989), Ball e Bartov (1996), Abarbanell e Bushee (1997), Frankel e Lee (1998), entre outros.
- 3. O papel da contabilidade em contratos e no processo político:** baseia-se na teoria positiva, para a qual o uso de informações contábeis em remuneração e a mobilização de cláusulas contratuais (*covenants*) no processo político afetam as escolhas dos métodos contábeis. A pesquisa metodológica inclui o coeficiente de resposta ao resultado, as propriedades das séries temporais, a previsão de resultados da administração e dos analistas, os problemas nas inferências estatísticas e os *accruals* discricionários. Inserem-se nessa abordagem os estudos de Kormendi e Lipe (1989), Collins e Kothari (1989),

Healy (1985), Jones (1991), Dechow *et al* (1995), entre outros.

4. **Regulação do *disclosure*:** verifica se as normas emitidas pelos órgãos normatizadores ajudam a gerar informações contábeis relevantes para o mercado de capitais. Holthausen e Watts (2001) procedem a uma extensa revisão da literatura nessa área.

Beaver (2002) classifica a pesquisa contábil em mercado de capitais (CMBAR) em cinco áreas distintas. O autor considera as duas primeiras áreas (eficiência de mercado e modelo de Feltham-Ohlson) como plataformas fundamentais para organizar as reflexões relativas ao papel da contabilidade no mercado de capitais. As outras três áreas (relevância, comportamento dos analistas e comportamento discricionário) são consideradas aplicações que contemplam a estrutura contábil e o comportamento individual.

1. **Eficiência de Mercado:** contempla os estudos que utilizam a hipótese de mercado eficiente e determina as abordagens das pesquisas (por exemplo, estudo de eventos) que implicam as interpretações dos pesquisadores nas associações entre informações contábeis e valores de mercado das empresas. Embora os estudos pioneiros (BALL; BROWN, 1968; BEAVER, 1968) estivessem baseados na hipótese de mercado eficiente, estudos mais recentes concluíram que o mercado é ineficiente em três aspectos: *post-earnings announcements drift* (FOSTER *et al*, 1984; BERNARD; THOMAS, 1989, 1990; FREEMAN; TSE, 1989), *market-to-book ratios* (FAMA; FRENCH, 1992; FRANKEL; LEE, 1998; DECHOW *et al*, 1999) e *contextual accounting issues* (SLOAN, 1996; BEAVER; McNICHOLS, 2001).
2. **Modelo de Feltham-Ohlson:** é considerado como uma das poucas tentativas de desenvolver uma teoria da contabilidade que contemple a representação formal do valor de mercado das empresas em função de variáveis contábeis, mostrando-se como uma abordagem controversa na literatura contábil (BEAVER, 2002). A tentativa de relacionar as variáveis contábeis e os valores de mercado das empresas não se enquadra nem na teoria da informação, nem na teoria de avaliação; entretanto, permite representar o valor da empresa em função de variáveis contábeis (patrimônio líquido e lucros anormais esperados), pressupondo algumas premissas (valor presente dos dividendos esperados e relação do lucro limpo – *clean surplus relation*). Essa abordagem motivou vários estudos empíricos (FRANKEL; LEE, 1998; DECHOW *et al*, 1999; BARTH *et*

al, 1996; BARTH; CLINCH, 1998; ABOODY *et al*, 1999; COLLINS *et al*, 1997, entre outros).

3. **Relevância:** considerada por Beaver (2002) como sendo a principal área de pesquisa empírica na década de 1990, essa abordagem investiga a relação entre o valor de mercado (preço) como variável dependente e as variáveis contábeis como sendo independentes. Assim, uma variável contábil será considerada relevante se for significativamente relacionada com a variável dependente (preço). Salienta-se que os estudos realizados segundo tal perspectiva, além de estarem baseados na hipótese de eficiência de mercado, somente a partir do desenvolvimento do modelo de Ohlson (1995) e Feltham-Ohlson (1995, 1996) obtiveram a sustentação teórica necessária para o estabelecimento da relação entre informações contábeis e valores de mercado (preço). Dentre os principais estudos nessa perspectiva, tem-se: Amir (1993), Barth *et al* (1996), Lev e Sougiannis (1996), Chambers *et al* (1999), Landsman e Maydew (2002), entre outros. No Brasil, essa linha de pesquisa foi marcada pelos estudos pioneiros de Lopes (2002).
4. **Comportamento dos Analistas:** contempla o papel dos analistas em facilitar a eficiência do mercado em relação às informações contábeis, uma vez que eles se constituem em um dos principais intermediários que utilizam e interpretam as informações emanadas da contabilidade e subsidiam os demais usuários (por exemplo, os investidores). Em última análise, essa influência também se refletirá nos preços (BEAVER, 2002). Nessa linha de pesquisa, destacam-se os trabalhos de Frankel e Lee (1998) e Dechow *et al* (1999), entre outros.
5. **Comportamento Discricionário:** enfoca o gerenciamento de resultados (*earnings management*), contemplando as motivações para o gerenciamento dos resultados, os principais resultados empíricos e a estimação dos componentes discricionários e não discricionários. Os principais estudos destacados por Beaver (2002) nessa área são Healy (1985), Jones (1991), Healy e Wahlen (1999) e Burgstahler e Dichev (1997), entre outros.

De acordo com Holthausen e Watts (2001), os estudos de valor relevante podem ser

classificados em três categorias:

1. **Estudos de Associação Relativa:** comparam a associação entre o preço das ações (ou retornos) e os valores contábeis calculados por novas normas contábeis propostas em relação aos valores de normas já existentes. Esses estudos costumam testar a diferença dos coeficientes de determinação (R^2) obtidos com os valores contábeis de uma norma já existente em relação a uma nova proposta. Aquela que apresentar maior associação com os valores de mercado será considerada mais relevante.
2. **Estudos de Associação Incremental:** investigam se uma informação contábil de interesse é mais útil para explicar o preço ou os retornos, dadas as outras variáveis especificadas. A informação contábil é considerada relevante se o seu coeficiente estimado na regressão é significativamente diferente de zero. Segundo os autores, essa categoria de estudos é a mais difundida nas pesquisas empíricas.¹⁷
3. **Estudos de Conteúdo Informacional Marginal:** verificam se um valor contábil específico adiciona informação para um grupo de investidores. Em geral, é utilizada a metodologia do estudo de eventos para verificar se o conteúdo da informação contábil divulgada está associado à variação de valores nos preços. Ocorrendo variação nos preços, considera-se que a informação é relevante.

Uma vez apresentadas as classificações das pesquisas contábeis propostas por Kothari (2001), Beaver (2002) e Holthausen e Watts (2001), pode-se refletir sobre a identificação da presente pesquisa no escopo da pesquisa contábil em mercado de capitais. Iniciando com a abordagem mais ampla de Kothari (2001), esta pesquisa identifica-se com duas áreas: os testes de eficiência de mercado em relação às informações contábeis e a regulação do *disclosure*. De acordo com a proposta de Beaver (2002), a pesquisa classifica-se no âmbito dos estudos de relevância. Por fim, dentre os estudos de relevância classificados por Holthausen e Watts (2001), ela se identifica com os estudos de associação relativa e incremental.

¹⁷ Holthausen e Watts (2001) afirmam que 85% dos artigos científicos analisados classificam-se como estudos de associação incremental.

2.1.3 Pressupostos Teóricos dos Modelos 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 predizer como as variáveis contábeis e outras informações relacionam-se com os valores de mercado.

A maior parte dos estudos que mensuram a relevância das informações contábeis sustenta-se teoricamente no modelo de avaliação de empresas desenvolvido por Ohlson (1995) e seus subsequentes refinamentos (FELTHAM; OHLSON, 1995, 1996). Como a presente pesquisa também está alicerçada de forma direta e indireta no modelo de avaliação desenvolvido por Ohlson (1995), torna-se pertinente apresentar como os modelos que serão testados empiricamente (preço e retorno) derivam-se a partir desse modelo.

O ponto de partida para a derivação do modelo de Ohlson é o modelo de lucro residual, desenvolvido por Preinreich (1938), Edwards e Bells (1961) e Peasnell (1981). Esse modelo está baseado em três premissas, as quais serão analisadas a seguir.

Premissa 1: o modelo de desconto de dividendos define o valor da empresa como o valor presente da expectativa dos dividendos futuros.

O modelo de Ohlson (1995) está alicerçado no modelo de desconto de dividendos (MDD). Para Penman e Sougiannis (1998), o MDD estipula que o valor de uma empresa é o valor presente dos dividendos futuros esperados a serem pagos aos seus acionistas. Assim, tem-se:

$$P_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} E_t \left[\frac{d_{t+\tau}}{(1+r)^\tau} \right] \quad (1)$$

Onde P_t é o valor da empresa no tempo t ; $E_t[d_{t+\tau}]$ é o dividendo esperado pago no tempo $t+\tau$ condicionado às informações disponíveis no tempo t ; r é a taxa de desconto que se supõe ser constante.

Premissa 2: assume-se a relação do lucro limpo (clean surplus relation).

Todas as transações (exceto daquelas realizadas com os acionistas) que causam alterações no patrimônio líquido da firma devem passar pelas contas de resultado. Portanto, considera-se que quaisquer eventos que não estejam relacionados com transações entre sócios devem necessariamente passar pelo resultado.

$$b_t = b_{t-1} + x_t - d_t \quad (2)$$

Onde b_t é o patrimônio líquido no tempo t ; x_t é o resultado contábil do período t ; d_t é o dividendo pago no tempo t .

Premissa 3: o patrimônio líquido cresce a uma taxa inferior ao custo de capital $(1+r)$.

$$(1+r)^{-\tau} E_t[b_{t+\tau}] \rightarrow 0, \text{ sendo que } \tau \rightarrow \infty \quad (3)$$

A equação 2 pode ser reescrita como:

$$d_t = b_{t-1} + x_t - b_t \quad (2.1)$$

Substituindo a equação 2, reescrita em função dos dividendos na equação 1, tem-se:

$$P_t = \sum_{t=1}^{\infty} E_t \left[\frac{b_{t+\tau-1} + x_{t+\tau} - b_{t+\tau}}{(1+r)^\tau} \right] \quad (4)$$

$$P_t = \sum_{t=1}^{\infty} E_t \left[\frac{b_t + x_{t+1} - b_{t+1}}{(1+r)} + \frac{b_{t+1} + x_{t+2} - b_{t+2}}{(1+r)^2} + \frac{b_{t+2} + x_{t+3} - b_{t+3}}{(1+r)^3} + \dots \right] \quad (4.1)$$

$$P_t = \sum_{t=1}^{\infty} E_t \left[\frac{b_t + rb_t - rb_t + x_{t+1}}{(1+r)} + \frac{(1+r)(-b_{t+1}) + b_{t+1} + x_{t+2}}{(1+r)^2} + \frac{(1+r)(-b_{t+2}) + b_{t+2} + x_{t+3}}{(1+r)^3} + \dots \frac{(1+r)(-b_{t+\infty})}{(1+r)^\infty} \right] \quad (4.2)$$

$$Pt = \sum_{t=1}^{\infty} E_t \left[b_t + \frac{x_{t+1} - rb_t}{(1+r)} + \frac{x_{t+2} - rb_{t+1}}{(1+r)^2} + \frac{x_{t+3} - rb_{t+2}}{(1+r)^3} + \dots \frac{b_{t+\infty}}{(1+r)^{\infty}} \right] \quad (4.3)$$

Supõe-se que o último termo da equação (5) é zero devido à condição da equação (3).

$$Pt = b_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} E_t \left[\frac{x_{t+\tau} - rb_{t+\tau-1}}{(1+r)^{\tau}} \right] - Et \frac{[bt + \infty]}{(1+r)^{\infty}} \quad (5)$$

Logo, o resultado anormal, ou lucro anormal, é definido como sendo: $x_t^a \equiv x_t - rb_{t-1}$.

A equação (5) pode ser restabelecida como uma função do patrimônio líquido e da expectativa do valor presente do retorno anormal, que é chamado de modelo de avaliação do resultado residual (*Residual Income Valuation Model* – RIV).

$$Pt = b_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} E_t \left[\frac{x_{t+\tau}^a}{(1+r)^{\tau}} \right] \quad (6)$$

Então, tem-se que o valor da empresa depende de dois componentes: o valor do capital investidor (b_t) e o valor presente de toda a riqueza futura gerada na atividade da empresa.

2.1.4 Modelos Preço e Retorno

Uma das limitações do modelo de avaliação do resultado residual, para a perspectiva contábil, é que ele não relaciona a variável “lucro” com o patrimônio líquido. Ou seja, na equação (6), consta no lado direto a variável patrimônio líquido (b_t) e os resultados anormais futuros (x_a^t), não sendo contemplados os valores dos lucros passados. O modelo de Ohlson (1995) contribui para tal limitação.

As informações referentes aos resultados anormais futuros (x_a^t) originam-se do histórico dos

resultados anormais passados e das informações não capturadas nos resultados anormais passados (outras informações – v_t). O modelo de Ohlson (1995) inclui a dinâmica das informações lineares (DIL), especificando a evolução do resultado anormal futuro e das outras informações (v_t) sobre a expectativa do resultado anormal. Assim, a série evolui para um processo autorregressivo modificado de primeira ordem, e o comportamento temporal dos resultados anormais continua sendo:

$$x_{t+1}^a = \omega x_t^a + v_t + \varepsilon_{1t+1} \quad (7)$$

$$v_{t+1} = \gamma v_t + \varepsilon_{2t+1} \quad (8)$$

Onde v_t são as outras informações, de natureza não contábil, sobre a expectativa dos retornos anormais futuros observados no final do período t . Trata-se, portanto, da informação acerca dos resultados futuros, já conhecidos pelo mercado, mas não reconhecidos pela contabilidade; ω é o parâmetro de persistência do resultado anormal e previsto estar dentro de um intervalo entre $0 \leq \omega < 1$; γ é o parâmetro de persistência das outras informações e previsto estar dentro de um intervalo entre $0 \leq \gamma < 1$; ε_{1t} e ε_{2t} são os termos de erro.

A dinâmica das informações lineares do modelo de Ohlson (1995) contempla uma solução para o problema dos horizontes finitos dos modelos avaliações tradicionais. Supondo-se que os parâmetros de persistência do resultado anormal (ω) e das outras informações (γ) sejam menores que 1, os resultados anormais convergirão para zero, o que implica uma eventual convergência entre o patrimônio líquido e o valor de mercado da empresa.

Combinando o RIV, dado na equação (5), com a dinâmica e as informações lineares de Ohlson (1995) nas equações 7 e 8, tem-se a seguinte função de avaliação:

$$P_t = b_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t \quad (9)$$

Onde $\alpha_1 = \frac{\omega}{1+r-\omega}$ e $\alpha_2 = \frac{1+r}{(1+r-\omega)(1+r-\gamma)}$

A equação (9) indica que o valor de mercado de uma empresa é a soma de três componentes: o patrimônio líquido atual, o resultado residual capitalizado e o valor das outras informações capitalizadas.

De maneira alternativa, Ohlson (1995) demonstra que a equação (9) pode ser expressa como uma média ponderada de dois modelos de avaliação contábeis: o modelo de resultado e o modelo do patrimônio líquido mais as outras informações. Assim, substituindo-se o resultado residual (x_t^a) pelo termo ($x_t - rb_{t-1}$) e associando-o à relação do lucro limpo, dada na equação (2), a função de avaliação na equação (9) pode ser reescrita da seguinte forma:

$$P_t = (1-k)b_t + k(\varphi x_t - d_t) + \alpha_2 v_t \quad (10)$$

Onde $k = r\alpha_1 = \frac{r\omega}{1+r-\omega}$ e $\varphi = \frac{1+r}{r}$

A equação (10) indica que o modelo de avaliação pode ser visto com uma média ponderada do modelo de patrimônio líquido e do modelo de lucro. Easton (1999) e Easton e Sommers (2003) afirmam que a equação (10) é considerada a fundamentação teórica de muitos estudos que investigam a associação entre variáveis contábeis e preço. Esses estudos utilizam-se do seguinte modelo:

$$P_t = \beta_0 + \beta_1 b_t + \beta_2 x_t + \varepsilon_t \quad (11)$$

A equação (10) é conhecida como o modelo de preço, sendo que a especificação relaciona as variáveis contábeis (patrimônio líquido e resultado) com o preço. Além disso, tal equação também pode ser reescrita e fornecer as bases teóricas para o modelo de retorno. Tomando-se a primeira diferença na equação (10), utilizando-se a relação do lucro limpo da equação (2) e dividindo-se ambos os lados da equação pelo preço do início do período, tem-se:

$$Ret_t = (1-k) \frac{x_t}{P_{t-1}} + k\varphi \frac{\Delta x_t}{P_{t-1}} + k\varphi \frac{d_t}{P_{t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta v_t}{P_{t-1}} \quad (12)$$

Onde: $Ret_t = \frac{P_t - P_{t-1} + d_t}{P_{t-1}}$, $\Delta x_t = x_t - x_{t-1}$ e $\Delta v_t = v_t - v_{t-1}$

Assim, a equação (12) é vista como a base teórica do modelo de retorno:

$$Ret_t = \beta_0 + \beta_1 \frac{x_t}{P_{t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta x_t}{P_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (13)$$

Tendo-se em vista que o valor de mercado é uma função de variáveis contábeis, os estudos de relevância da informação contábil (*value relevance*) consideram o uso de regressões lineares para estabelecer se uma informação contábil específica (por exemplo, lucro ou patrimônio líquido) é significativamente relacionada com o valor de mercado da empresa (preço), ou para verificar em que medida as informações contábeis explicam a variação dos preços (retorno). A diferença entre essas duas abordagens é que a primeira (preço) está interessada em avaliar a significância estatística dos coeficientes da regressão, enquanto a segunda (retorno) está interessada em analisar a capacidade explicativa do modelo de regressão.

A presente pesquisa irá considerar empiricamente para os dados do Brasil ambos os modelos (preço e retorno), dados pelas equações (11) e (13).

2.1.5 Problemas Econométricos com os Modelos de Preço

Easton e Sommers (2003) descrevem o termo “escala” como sendo o conjunto de variáveis que podem ser utilizadas para mitigar os problemas de escala, os quais têm sido amplamente debatidos – assim como os seus efeitos – nos estudos sobre a relevância das informações contábeis (BARTH; CLINCH, 1996; BARTH; KALLAPUR, 1996; EASTON, 1998; BROWN *et al*, 1999).

O efeito escala surge quando, em uma amostra, são agrupadas empresas de diferentes tamanhos. É evidente que empresas com maiores (menores) tamanhos terão, conseqüentemente, maior (menor) valor de mercado, maior (menor) patrimônio líquido e maiores (menores) lucros. Por esse motivo, em uma regressão tendo-se o valor de mercado como variável dependente e patrimônio líquido e lucros como variáveis independentes, sem considerar o efeito escala, os resultados poderão sinalizar apenas a escala presente na amostra. Assim sendo, pode-se considerar que o efeito escala é a ampla influência que as grandes empresas têm nas regressões de variáveis contábeis e valores de mercado (EASTON;

SOMMERS, 2003). As diferenças de escala entre as variáveis podem resultar em problemas de heterocedasticidade nas regressões, tornando os coeficientes enviesados.

Com a finalidade de facilitar o entendimento sobre a questão de escala e do efeito escala, Barth e Kallapur (1996) apresentam um exemplo no qual um pesquisador pretende estudar a relação entre o valor de mercado de uma empresa e os seus lucros. Considera-se que o valor de mercado depende diretamente dos lucros reportados e que essa relação é linear. Os autores referem-se ao montante investido em uma empresa como “escala” e ao valor de mercado da empresa e ao seu lucro líquido como “variáveis observáveis”. A escala afeta os valores observáveis (valor de mercado e lucros), porém a variação atribuída no valor de mercado relacionada à variação na escala deve ser uma preocupação para o pesquisador. Portanto, o seu desafio é retirar o efeito da escala das variáveis observáveis sem descaracterizar o real efeito das variáveis independentes.

Não há um consenso entre os autores em relação a qual seria a melhor *proxy* para mitigar o problema de escala. Brown *et al* (1999) sugerem que o preço defasado pode ser utilizado como medida para reduzir os efeitos da escala, enquanto Easton (1998) indica o valor de mercado e o preço por ação como escala nas regressões. Barth e Clinch (2009) defendem que o número de ações pode ser uma *proxy* para escala, ao passo que Hand e Landsman (1998) apontam algumas variáveis contábeis (total dos ativos, receita de vendas, patrimônio líquido e lucro líquido) como potenciais candidatos para minimizar os problemas de escala.

Barth e Kallapur (1996) salientam que, via de regra, a escala não é observável e depende do desenho da pesquisa. Logo, os pesquisadores devem considerar diferentes alternativas para minimizar os potenciais percalços causados pelo problema de escala.

Easton e Sommers (2003), por sua vez, sugerem que os pesquisadores considerem, além do modelo de regressão no qual a variável dependente é o preço (*price level*), o modelo de retorno, uma vez que nele as variáveis utilizadas estão deflacionadas pelo valor de mercado (ou por ação) defasado. Desse modo, o problema de escala é naturalmente resolvido.

Não obstante o problema de escala, as pesquisas em relevância deparam-se com problemas acerca do coeficiente de determinação (R^2), uma das principais métricas utilizadas para mensurar mudanças do poder explicativo das variáveis contábeis em relação às variáveis de

mercado. Collins *et al* (1997) e Francis e Schipper (1999) examinaram o R^2 nas regressões de patrimônio líquido e lucro como variáveis explicativas do preço. Brown *et al* (1999) replicaram o estudo de Collins *et al* (1997) e atribuíram os resultados encontrados pelos autores a problemas puramente de escala, uma vez que o R^2 é sensível a esse tipo de problema.

Kothari e Shanken (2003) apontam que os estudos de relevância que comparam os R^2 de diferentes amostras ao longo do tempo não fazem sentido. Para exemplificar tal situação, considera-se uma amostra de empresas de um país que possui elevados padrões contábeis e cujas empresas são homogêneas; logo, ela tem um R^2 muito menor que a amostra de um país com padrões contábeis de baixa qualidade, mas com empresas heterogêneas. Nesse sentido, Brown *et al* (1999) sugerem fazer a correção do R^2 ajustando-se a variância das variáveis da regressão. Essas medidas objetivam melhorar a fidedignidade dos resultados encontrados, embora uma das limitações dessas correções seja dificultar a interpretação econômica da relação analisada.

2.1.6 Qual o Melhor Modelo: Preço ou Retorno?

Landsman e Magliolo (1988) destacam que não há um modelo de especificação (nível preço ou retorno) que relacione variáveis contábeis e valores de mercado considerado superior ao outro. Segundo os autores, a decisão da escolha deve abranger dois fatores: 1) o modelo econométrico de equilíbrio que é pressuposto e 2) a natureza das propriedades econométricas dos dados, avaliando-se se elas estão contemplando as premissas das regressões OLS (*ordinary least square*).

Nas décadas de 1970 e 1980, as pesquisas em CMBAR preferiam explicitamente o modelo de retorno, uma vez que ele contava com uma sustentação teórica baseada no CAPM (*capital asset pricing model*). Nesse contexto, a especificação baseada em preço ainda carecia de uma base teórica (LEV; OHLSON, 1982).

De uma perspectiva histórica, avaliando-se o estado da arte da época nas pesquisas em finanças e economia, Gonedes e Dopuch (1974) destacam as três principais vantagens dos modelos de retorno: 1) esse modelo, baseado no modelo de precificação de ativos de capital

(CAPM), contempla a incerteza; 2) a heterocedasticidade, que se constituiu em grave problema nas regressões OLS, é minimizada com o uso das variáveis em diferença (e o modelo de retorno naturalmente contorna esse problema; 3) por fim, esse modelo mitiga os problemas com variáveis omitidas. Considerando que ele se apresenta em diferença, o período anterior fornece um controle para o problema de variáveis omitidas. Christie (1987) conclui que os modelos de retorno e preço são economicamente equivalentes, mas que o primeiro é menos problemático do ponto de vista econométrico.

Kothari e Zimmermann (1995) destacam a preferência dos pesquisadores em CMBAR em utilizar o modelo de retorno no lugar do modelo de preço. Para os autores, porém, o modelo de preço é mais bem-especificado e seus coeficientes estimados não são enviesados. Por outro lado, o modelo de retorno apresenta menos restrições econométricas que o modelo de retorno.

Ambos os modelos (preço e retorno) têm uma mesma origem, ou seja, derivam de um modelo de avaliação, no qual o preço representa o valor presente dos resultados anormais esperados. Assim sendo, ambos os modelos estão embasados na hipótese de que os resultados correntes possuem informações sobre a expectativa dos resultados anormais esperados. Considerando-se que tais expectativas não são observáveis, as especificações empíricas da relação lucro/preço geralmente utilizam os lucros correntes como uma *proxy* para a expectativa de mercado.

Entretanto, os lucros correntes incluem dois componentes: um componente esperado e um componente inesperado (surpresa). No modelo de retorno, o componente esperado torna-se irrelevante para explicar os retornos correntes, constituindo-se em “erro” da variável independente ao enviesar o coeficiente estimado dos lucros em direção a zero. Por outro lado, o modelo de preço não apresenta essa limitação, visto que o preço reflete o conteúdo informacional cumulativo de ambos os componentes (esperado e inesperado) contidos nos lucros (KOTHARI; ZIMMERMANN, 1995).

No entanto, Kothari e Zimmermann (1995) apontam que os lucros correntes não estão correlacionados com a informação sobre lucros futuros contida no preço. Tal fato não envia os coeficientes estimados, mas esse modelo possui uma variável omitida não correlacionada, o que reduz o seu poder explicativo. Adicionalmente, o modelo de preço sofre com maior frequência de problemas de heterocedasticidade (efeito escala).

Em função disso, sugere-se que sejam utilizadas ambas as abordagens e que seus resultados sejam considerados cautelosamente.

2.1.7 Evidências Empíricas da Mudança da Relevância ao Longo do Tempo

Collins *et al* (1997) analisaram as mudanças ocorridas na relevância dos lucros e do patrimônio líquido ao longo de 40 anos (de 1953 a 1993) em empresas dos Estados Unidos. O coeficiente de determinação (R^2) foi utilizado como medida para indicar o grau de relevância das variáveis contábeis (lucro e patrimônio líquido) e do valor de mercado (preço). Os principais resultados evidenciaram que: (1) a relevância conjunta lucros e do patrimônio líquido aumentou ao longo do tempo; (2) houve um declínio na relevância incremental dos lucros; (3) ocorreu um aumento na relevância incremental do patrimônio líquido durante esse período. Os autores atribuem a mudança da relevância dos lucros para o patrimônio líquido ao aumento da frequência e da magnitude dos itens extraordinários, ao aumento da intensidade de prejuízos reportados, ao aumento da frequência de empresas de pequeno porte na bolsa de valores e ao aumento da importância das empresas de serviços e alta tecnologia.

Francis e Schipper (1999) investigaram as mudanças na relevância dos números contábeis para o mercado de capitais durante os anos de 1952 a 1994, utilizando ambas as especificações (preço e retorno). Os resultados mostraram um aumento na relevância quando utilizado o modelo de preço e um declínio mediante o uso do modelo de retorno. Os autores concluem que o declínio para o modelo de retorno pode ser devido ao aumento na volatilidade dos retornos de mercado durante o período analisado.

Por sua vez, Brown *et al* (1999) replicaram a pesquisa de Collins *et al* (1997) e, após controlar o efeito escala, encontraram uma redução significativa do R^2 . Diante dessas evidências, reportaram que os valores encontrados por Collins *et al* (1997) e Francis e Schipper (1999) está relacionado apenas ao efeito escala não tratado.

Lev e Zarowin (1999) também investigaram as mudanças na relevância das informações contábeis no período de 1977 a 1996, utilizando ambos os modelos (preço e retorno), e

constatarem um declínio na relevância das variáveis (lucro, fluxo de caixa e patrimônio líquido) em ambos os modelos. Os autores atribuem esses resultados às mudanças no ambiente dos negócios durante o período da pesquisa. Inovação, competição e desregulação foram consideradas os direcionadores que impactaram as operações e as condições econômicas das empresas ao longo desse período; porém, a contabilidade não conseguiu refletir adequadamente tal realidade.

O descolamento entre os consideráveis investimentos realizados tanto em pesquisa e desenvolvimento quanto em reestruturação de custos são imediatamente reconhecidos como despesas, enquanto os benefícios desses investimentos são reconhecidos no futuro. Como consequência, a confrontação da receita e da despesa é distorcida, afetando a relevância das informações contábeis. Por isso, os autores atribuem uma parcela da responsabilidade pelo decréscimo da relevância das informações contábeis às mudanças no ambiente dos negócios.

De modo geral, os resultados parecem inconclusivos, visto que parecem estar relacionados aos modelos utilizados. Ou seja, quando utilizado o modelo de preço, os estudos verificaram um aumento na relevância das informações contábeis; quando utilizado o modelo de retorno, observou-se um decréscimo.

A investigação a respeito da relevância das informações contábeis no Brasil teve início com a pesquisa de Lopes (2001), que realizou uma pesquisa sobre o papel das informações contábeis para explicar o comportamento dos preços dos títulos negociados na BM&FBOVESPA no período de 1995 a 1999, baseando-se no arcabouço teórico do modelo de Ohlson (1995). Sua análise encontra-se dividida em três áreas: a primeira compara o papel dos resultados anormais futuros e dos dividendos para explicar o comportamento dos preços correntes; a segunda consiste em testar o poder explicativo do resultado e do patrimônio líquido; a terceira avalia as características de conservadorismo e reconhecimento assimétrico da informação contábil.

Lopes (2001) discorre sobre as características do mercado de capitais brasileiro, caracterizando-o como sendo extremamente volátil e suscetível a influências governamentais e altamente concentrado, sendo que poucas empresas negociam o controle acionário em bolsa de valores. Por isso, sugere-se que tais características comprometam o desempenho das funções da contabilidade como redutora das assimetrias informacionais entre administradores

e investidores, visto que os proprietários detêm informações privilegiadas. Os principais resultados da pesquisa indicam que a informação contábil é mais significativa do que os dividendos para explicar os preços correntes e que os valores de patrimônio líquido explicam grande parte do comportamento dos preços, enquanto os resultados não parecem ser relevantes. Por fim, evidenciou-se que a informação contábil não é tão conservadora como em países cuja legislação é baseada na lei comum (*common law*).

2.1.8 A Fraca Relação entre Lucro e Retorno

Conforme dito anteriormente, os modelos de retorno são considerados livres do efeito escala, uma vez que todas as variáveis são deflacionadas pelo valor de mercado (ou por ação) do período anterior (EASTON, 1999; EASTON; SOMMERS, 2003). Contudo, isso não significa que o modelo de retorno não tenha problemas. Uma de suas limitações refere-se aos reduzidos valores do coeficiente de determinação (R^2) reportados na maior parte dos estudos. Lev (1989) procedeu a uma investigação das pesquisas que relacionam a relevância das variáveis contábeis para os investidores ao longo de 20 anos. Os resultados apontam que, em média, o R^2 desses estudos é em torno de 5%. Mediante esses números modestos e uma relação instável, Lev (1989) questiona a utilidade da informação contábil.

Esse questionamento abriu precedente para que outras pesquisas avançassem nessa investigação. Easton *et al* (2000) destacam dois fatores determinantes para essa fraca associação entre lucro e retorno: o sistema de reconhecimento contábil e os resultados transitórios. Kothari (2001, p. 129) corrobora, afirmando que:

Pelo menos quatro hipóteses explicam a baixa magnitude dos coeficientes de resposta dos lucros: a) os preços antecipam os resultados; b) ineficiência do mercado de capitais; c) ruídos nos resultados e práticas contábeis ineficientes; d) resultados transitórios.¹⁸

Para Kothari (2001), a hipótese de eficiência de mercado prevê que as mudanças nas expectativas dos fluxos de caixa futuro refletem-se instantaneamente nos preços. Por sua vez, em função do princípio contábil da confrontação da receita com a despesa, que é essencial

¹⁸ Tradução livre de: “At least four hypotheses explain the observed low magnitudes of earnings response coefficients: (a) prices lead earnings; (b) inefficient capital markets; (c) noise in earnings and deficient GAAP; and (d) transitory earnings”.

para a determinação do resultado contábil, as informações refletidas nas mudanças dos preços são incorporadas no resultado contábil com uma defasagem temporal. Segundo o autor, esse processo indica que os preços antecipam os resultados. Adicionalmente, considerando que a série temporal dos resultados contábeis é descrita como um caminho aleatório, não é possível prever os resultados futuros com as informações passadas; assim sendo, os preços carregam as informações sobre os resultados futuros. Kothari (2001, p. 130) conclui que:

As consequências econométricas dos preços anteciparem os resultados é que, quando os retornos são correlacionados com as variações nos resultados contemporâneos, somente uma porção da variação dos resultados é uma surpresa para o mercado.¹⁹

2.1.9 Evidências Empíricas no Brasil

No Brasil, os primeiros estudos que relacionaram o impacto da divulgação das demonstrações contábeis no mercado de capitais utilizaram a metodologia sugerida por Ball e Brown (1968). Schiehl (1996) analisou se a divulgação das demonstrações contábeis anuais e trimestrais das empresas de capital aberto da BM&FBOVESPA impacta o mercado de capitais e, para tanto, utilizou a metodologia do estudo de eventos. Os principais resultados indicam que a divulgação das demonstrações contábeis é relevante, ou seja, os retornos anormais no período em torno da data do evento (divulgação das demonstrações contábeis) foram estatisticamente significativos.

Prux Jr. (1998) também mensurou a reação do mercado de capitais diante da divulgação das demonstrações contábeis utilizando-se da metodologia do estudo de eventos. Entretanto, o objeto de análise foi a divulgação das demonstrações contábeis em moeda constante das empresas de capital aberto com ações negociadas na BM&FBOVESPA. As evidências empíricas indicam que o mercado de capitais foi impactado com a divulgação das demonstrações contábeis.

Bernardo (2001) avaliou os efeitos da divulgação de informações contábeis trimestrais no mercado de capitais brasileiro também utilizando a metodologia de estudo de eventos. Os resultados apontam que as demonstrações contábeis possuem conteúdo informacional, visto

¹⁹ Tradução livre de: “*The econometric consequence of prices leading earnings is that when returns are correlated with contemporaneous earnings changes, only a portion of the earnings change is a surprise to the market*”.

que a sua divulgação impactou a precificação dos ativos negociados.

A partir dessa perspectiva de pesquisa contábil, percebeu-se uma intensificação dos estudos relacionando a divulgação das demonstrações contábeis e a reação do mercado de capitais, buscando-se, assim, evidências da relevância das informações emanadas pela contabilidade. Os estudos começaram a incluir, além da própria análise do conteúdo informativo das demonstrações contábeis, outras análises correlatas que os desenhos de pesquisa e as amostras proporcionavam, como, por exemplo, sinalizadores de boas práticas de governança corporativa, diferentes tipos de ações, controle acionário, regulamentação e liquidez.

Lima e Terra (2004a, 2004b) investigaram, através de um estudo de eventos no mercado de capitais brasileiro, se o conteúdo informacional das demonstrações financeiras, trimestrais e anuais, é capaz de influenciar o processo de precificação das ações. Além disso, verificou-se que a divulgação das informações contidas nas demonstrações financeiras das empresas que apresentaram sinalizadores diferenciados de boas práticas de governança corporativa causa o mesmo nível de influência sobre o mercado quando comparada às das empresas que não apresentaram esses sinalizadores. Foram analisadas 3.682 observações coletadas durante um período de 8 anos (de 1995 a 2002), representando as empresas com maior liquidez na BM&FBOVESPA.

Dez subamostras foram extraídas da amostra total, com a finalidade de verificar a reação dos investidores frente à divulgação das demonstrações financeiras desses diferentes segmentos de empresas. Os resultados empíricos indicaram que o mercado de capitais brasileiro reage ao evento da divulgação das demonstrações contábeis. Também ficou evidente que os investidores reagem de forma diferenciada a alguns sinalizadores de boas práticas de governança corporativa das empresas. Foi possível perceber retornos anormais significativos apenas em duas subamostras (empresas pontuais na divulgação das suas demonstrações financeiras e empresas privadas) em relação aos seus pares (empresas que atrasaram a divulgação de suas demonstrações financeiras e empresas estatais).

Sarlo Neto *et al* (2005) investigaram o impacto das demonstrações contábeis nos preços das empresas negociadas no mercado brasileiro. Os autores procuraram verificar como os retornos de ações de tipos diferentes, ordinárias ou preferenciais, reagem à divulgação dos resultados contábeis anuais. Foi adotada a mesma metodologia utilizada por Ball e Brown (1968) sobre

dois grupos: o primeiro formado pelas ações ordinárias e o segundo pelas ações preferenciais. As amostras foram construídas a partir das informações das empresas negociadas na BM&FBOVESPA no período de 1990 a 2002. Os resultados indicam que as variações dos preços das ações preferenciais seguem a mesma direção dos resultados divulgados, confirmando a hipótese da relevância das informações contábeis para os investidores. Em contrapartida, para as ações ordinárias, a hipótese foi parcialmente confirmada, pois apenas a carteira com retornos negativos seguiu na mesma direção dos resultados divulgados.

Sarlo Neto *et al* (2009) analisaram se a média dos retornos anormais das ações são sensíveis às seguintes características: tipo de ação, regulamentação, controle acionário e liquidez. A amostra pesquisada foi composta por ações negociadas na BM&FBOVESPA durante o período de 1995 a 2002. Os resultados indicam que as médias dos retornos anormais são sensíveis ao controle acionário e à liquidez. Entretanto, os autores sugerem que as evidências sejam analisadas com cautela, pois a amostra estudada não atingiu alguns pressupostos exigidos pela técnica estatística utilizada.

Outro modo de se avaliar a relevância das informações contábeis é através da metodologia proposta por Beaver (1968). Essa abordagem é denominada de análise do conteúdo informacional e apresenta algumas diferenças em relação à metodologia de Ball e Brown (1968). Na abordagem do conteúdo informacional, observa-se a divulgação contábil como um todo, não sendo possível realizar testes direcionais em função da sua natureza agregativa. Beaver (1968) examina a variância da diferença entre preços e suas expectativas condicionais, ou seja, compara o valor da variância dos retornos anormais no período do anúncio em relação aos demais períodos (sem anúncio). Se a variância é maior no período de anúncio, então ele conclui que existe conteúdo informacional. No Brasil, alguns estudos adotaram essa abordagem.

Gomes e Lariato (2006) utilizaram a abordagem de Beaver (1968) para analisar o conteúdo informacional das demonstrações contábeis anuais de 41 empresas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA para o período de 2000 a 2004. O estudo considerou a influência dos anúncios contábeis anuais no volume de títulos negociados nas oito semanas anteriores, nas oito semanas posteriores e na semana da divulgação. Os autores encontram um aumento do volume de negócios na semana da divulgação das demonstrações contábeis, concluindo que esse volume anormal é indicativo de que as demonstrações contábeis contêm informações que

podem surpreender o mercado de capitais.

Sarlo Neto *et al* (2006) avaliaram o impacto da divulgação das informações contábeis sobre o preço das ações. Para isso, os autores seguiram a metodologia sugerida por Beaver (1968) e analisaram a variância dos retornos normais. Também verificaram se o impacto da divulgação é diferente entre as empresas mais líquidas e menos líquidas. De maneira geral, os resultados confirmaram o impacto da divulgação sobre os preços das ações, indicando que as informações contábeis possuem conteúdo informacional para o mercado no momento de sua divulgação. Contudo, em relação à influência do efeito liquidez, não houve a confirmação da hipótese de que haveria maior impacto da divulgação nos preços das ações das empresas com maior liquidez de mercado.

Foi a partir da pesquisa de Lopes (2001) que os estudos que associam a informação contábil e os valores de mercado tiveram a sustentação teórica em modelos de avaliação. Esse estudo pode ser considerado um marco na arena da pesquisa contábil brasileira, visto que desperta a atenção para a abordagem positiva da contabilidade, ainda pouco explorada ou até mesmo inexplorada até então. A construção teórica da pesquisa de Lopes (2001) está fundamentada em um modelo de avaliação que relaciona o valor da empresa a variáveis contábeis (patrimônio líquido e resultados contábeis). O autor testou o modelo de Ohlson (1995) para o mercado de capitais brasileiro no período de 1995 a 1999. Os resultados demonstram que a informação contábil é mais significativa do que os dividendos para explicar os preços correntes e que os valores do patrimônio líquido explicam em grande parte o comportamento dos preços, enquanto os resultados não parecem ser relevantes.

Em estudo subsequente, Lopes (2004) investigou as propriedades das informações contábeis para o processo de avaliação (*valuation*). Três modelos foram utilizados: a capitalização dos lucros, o patrimônio líquido e o resultado residual. A amostra da pesquisa foi composta por empresas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA no período de 1995 a 1999, as quais foram segregadas em dois grupos de acordo com o tipo de ação (ordinárias e preferenciais). Os resultados indicam que o modelo de capitalização dos lucros apresentou melhores resultados para a amostra de ações preferenciais por dois motivos: 1º) no Brasil, elas devem distribuir dividendos obrigatórios como um percentual do resultado contábil; 2º) o resultado não é utilizado como redutor de assimetrias informacionais no Brasil. O modelo de patrimônio líquido obteve melhores resultados para o portfólio de ações ordinárias, ao passo

que o modelo de resultado residual apresentou os melhores resultados para o portfólio de ações preferenciais.

Lopes (2006) também analisou a relevância das informações contábeis sob a perspectiva dos incentivos para uma maior ou menor qualidade informacional. A expectativa inicial do estudo é não encontrar relevância da informação contábil em função das características institucionais e dos incentivos para o baixo nível informacional no Brasil. Para o autor, nosso país enquadra-se em quatro dos cinco critérios descritos por Ali e Hwang (2000) que estão correlacionados negativamente com a relevância da informação contábil. O período analisado foi de 1995 a 1999. Os resultados revelam que a informação contábil é relevante para o mercado de capitais. Todavia, após controlar o efeito escala, esses valores são consideravelmente reduzidos. Lopes (2006) também analisou a relevância utilizando como variável dependente os retornos, em vez do preço, e o conservadorismo dos resultados. Os resultados demonstraram para ambas as especificações uma fraca associação entre as variáveis independentes e a variável dependente. No entanto, tais resultados não surpreendem, pois estão coerentes com as expectativas de países *code law*, citados por Ball *et al* (2001).

Lopes *et al* (2007) buscaram identificar se, no Brasil, os modelos que incorporam o patrimônio líquido em sua fórmula (*Residual Income Valuation* – RIV) apresentam maior poder explicativo do que aqueles baseados somente nos lucros e/ou em suas variações (*Abnormal Earnings Growth* – AEG). A amostra do trabalho consiste em todas as empresas de capital aberto que tiveram suas ações (ordinárias e/ou preferenciais) negociadas na BM&FBOVESPA entre 1995 e 1999. A expectativa inicial do estudo era encontrar maior relevância no patrimônio líquido em relação à variável resultado contábil e, conseqüentemente, que o modelo RIV apresentasse maior poder explicativo do que o modelo AEG. Contudo, os resultados não foram conclusivos, visto que em apenas dois momentos percebeu-se a superioridade do modelo RIV em relação ao modelo AEG.

Outras abordagens de pesquisa foram testadas com o objetivo de analisar a associação entre variáveis contábeis e métricas de mercado (preço). Teixeira *et al* (2004) analisaram a relevância da reserva de reavaliação no Brasil. Essa temática tornou-se bastante pertinente no Brasil, dado o potencial uso indevido dessa prática, ou seja, a sua utilização apenas para apresentar indicadores contábeis mais atrativos para os investidores. Os resultados confirmam que os investidores não atribuem valor a essa informação contábil; ao contrário, o coeficiente

encontrado na regressão (variável dependente é o preço) foi negativo e estatisticamente significativo.

Rezende *et al* (2008a) analisaram a relevância da informação contábil em “custo histórico” e em “moeda constante” de empresas brasileiras de capital aberto com ações negociadas na BM&FBOVESPA e, para tanto, seguiram o modelo proposto por Collin *et al* (1997). O período de análise foi de 1996 a 2007. Os resultados obtidos denotaram relevância da informação contábil tão somente para as práticas contábeis em “custo histórico”.

Rezende *et al* (2008b) analisaram a relevância das variáveis contábeis no mercado de capitais brasileiro. Especificamente, foi analisada a relevância do *goodwill* e do ativo diferido. Considerando que as normas contábeis brasileiras permitiam o registro das despesas com pesquisa e o desenvolvimento como sendo um ativo diferido, percebeu-se a oportunidade de avaliar a relevância dessa contabilização no país. Os autores verificaram que, além das variáveis patrimônio líquido e resultado contábil, o diferido e o *goodwill* possuem relevância em relação aos preços.

Rezende *et al* (2010) analisaram se as informações dispostas em notas explicativas dos passivos contingentes (não contabilizados) são relevantes para os investidores. Foram analisadas 1.745 notas explicativas durante o período de 2006 a 2009, referentes a 159 empresas de diferentes setores econômicos. Os resultados evidenciaram que os investidores consideraram tal informação e e que ela foi associada negativamente ao preço.

As pesquisas de relevância da reconciliação do patrimônio líquido e do resultado contábil para as empresas que possuem programas de *American Depositary Receipt* (ADRs) também merecem destaques nessa área de estudo. Costa e Lopes (2007) analisaram a relevância das informações disponibilizadas ao mercado por empresas brasileiras com ADRs negociados na Bolsa de Nova York. Observou-se que as variáveis contábeis (patrimônio líquido e resultado contábil), quando apresentadas de acordo com os padrões contábeis norte-americanos (US-GAAP) até o dia 30 de junho, possuem relevância incremental em relação a essas mesmas variáveis já apresentadas no Brasil, segundo os padrões contábeis brasileiros (BR-GAAP). O período da pesquisa foi entre os anos de 1999 a 2003. Os resultados demonstraram que: as informações elaboradas segundo os princípios de contabilidade geralmente aceitos no Brasil são relevantes; as informações em US-GAAP disponibilizadas em junho apresentam

relevância menor do que ou igual àquelas divulgadas em abril; os ajustes aos US-GAAP efetuados no patrimônio líquido são relevantes para o mercado de capitais brasileiro.

Nascimento *et al* (2007) analisaram a eficiência do conteúdo informacional do resultado contábil no padrão norte-americano (US-GAAP) das empresas brasileiras com ações negociadas na NYSE. A pesquisa utilizou a metodologia do estudo de eventos para analisar o comportamento dos retornos das ações na BM&FBOVESPA em torno da data de depósito do Formulário 20-F na *Securities and Exchange Commission* (SEC). A amostra utilizada foi composta por 30 empresas, totalizando 128 eventos, no período de 1999 a 2004. Os autores observaram que os resultados contábeis no padrão norte-americano não impactam significativamente o retorno das ações no mercado acionário brasileiro.

Outros estudos analisaram a relevância das informações contábeis, relacionando métricas contábeis específicas e o valor de mercado ou o comportamento de empresas de setores específicos quanto a essa abordagem. Okimura e Sousa (2004) testaram a hipótese de que a medida de lucro residual, conhecida como valor econômico adicionado, estabelece maior relação com o retorno das ações do que as medidas de lucro contábil representadas pelo lucro líquido e pelo fluxo de caixa operacional. A mostra foi composta por companhias abertas brasileiras entre os anos de 1997 a 2003. Os resultados indicaram superioridade do valor econômico adicionado na associação com o retorno das ações para todas as especificações testadas, sugerindo que as medidas de desempenho que levam em conta o custo de oportunidade dos recursos investidos na companhia por credores e acionistas fornecem uma melhor predição do retorno das ações do que as métricas baseadas em dados contábeis.

Rangel *et al* (2005) identificaram a relevância dos indicadores tradicionais da contabilidade na estimativa de retorno das ações de empresas do setor de Siderurgia e Metalurgia com ações negociadas na BM&FBOVESPA nos períodos de 1995 a 2003. Os resultados mostram que, para cinco anos dos oito analisados, os indicadores contábeis são relevantes, ou seja, as empresas que apresentaram melhores indicadores para aqueles períodos obtiveram maiores retornos em suas ações no ano seguinte.

Scarpin *et al* (2007) analisaram a relevância das demonstrações contábeis de empresas que pertencem ao Índice Brasil (IBrX) no ano de 2005. Os autores dividiram a pesquisa em dois períodos: três semanas antes e três semanas depois da divulgação das demonstrações

contábeis. Os resultados evidenciam que a data dessa divulgação impacta o preço das ações e a quantidade de negócios.

Santos e Lustosa (2008) buscaram identificar a métrica do resultado contábil trimestral que melhor expressa os fatores considerados pelos participantes do mercado na formação do preço das ações. Os autores analisaram seis métricas (receita líquida, lucro bruto, lucro antes dos juros e impostos, lucro operacional, lucro antes do imposto de renda e lucro líquido) em 2.588 demonstrações do resultado do exercício trimestrais no período de 1999 a 2008, contemplando 108 empresas listadas na BM&FBOVESPA. Os resultados indicaram que a métrica que melhor capta e expressa os valores considerados na formação dos preços das ações é o lucro líquido.

Malacrida *et al* (2008) analisaram qual é a capacidade do lucro e do fluxo de caixa operacional em prever os fluxos de caixa operacionais futuros nas companhias abertas brasileiras. Os autores seguiram o modelo desenvolvido por Barth, Cram e Nelson (2001). A amostra da pesquisa consistiu em 29 empresas que participam dos programas de ADRs na Bolsa de Nova York no período de 1999 a 2005. Os principais resultados evidenciaram que a demonstração do fluxo de caixa fornece informações adicionais relevantes em relação às fornecidas pelo lucro na previsão dos fluxos de caixa operacional futuros das empresas, ou seja, o lucro não possui capacidade preditiva maior do que o fluxo de caixa.

Por fim, uma abordagem importante é a relação entre a relevância de informação contábil e a governança corporativa. Dalmácio e Rezende (2008) analisaram a relação entre o *timeliness*, a utilidade da informação contábil e os mecanismos de governança corporativa das empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBOVESPA. A amostra da pesquisa foi composta pelas empresas que participam dos níveis diferenciados de governança corporativa. Foi testada a hipótese que relaciona a complexidade dos mecanismos de governança corporativa com a menor utilidade da informação contábil. Os resultados evidenciaram que essa hipótese foi rejeitada.

Esses resultados, contrários àqueles observados nos Estados Unidos, são justificados pelas diferenças na estrutura do mercado acionário, no ambiente legal, na regulamentação contábil, no nível de *enforcement* e por outros fatores que a literatura trata. Em síntese, as empresas que participam dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA

apresentam informações contábeis mais úteis e tempestivas, o que influencia o retorno das ações. Pode-se inferir, então, que os mecanismos de governança corporativa no Brasil são implementados para reduzir o gerenciamento de resultados contábeis e evitar a manipulação de dados.

Após esta revisão sobre os estudos de relevância das informações contábeis no Brasil, é possível inferir algumas considerações, a saber: 1) existem evidências empíricas sobre a eficiência na forma semiforte do mercado de capitais brasileiro; 2) as demonstrações contábeis contêm informações que surpreendem os investidores, isto é, possui conteúdo informacional que afeta o preço das ações; 3) a análise de características específicas das empresas (tipo da ação, setor regulado, liquidez, sinalizadores de boas práticas de governança corporativa, entre outras) demonstra maior ou menor sensibilidade dos investidores em relação a tais características; 4) o patrimônio líquido possui maior relevância do que o resultado contábil.

Percebe-se que, de modo geral, a informação contábil é relevante para o mercado de capitais no Brasil e os fatores institucionais (modelo continental, *code law*, baixo nível de *enforcement* legal, concentração do mercado de capitais, baixa representatividade da profissão contábil, estrutura de financiamento das empresas, entre outros) moldam os incentivos para o *status* atual da contabilidade no Brasil.

2.2 Estudos de Relevância das Informações Contábeis e as Normas IFRS

Destaca-se que, as alterações requeridas a partir da implementação do arcabouço conceitual do IASB, ou seja, às normas IFRS não podem ser analisadas separadamente em relação a outros elementos da infraestrutura institucional (políticos, culturais e econômicos), uma vez que a regulação não é capaz de definir todos os tratamentos possíveis para mensurar e divulgar todos os eventos econômicos ocorridos em diferentes economias do mundo. Consequentemente, supõe-se que grande parte da qualidade da informação contábil não está nos princípios contábeis geralmente aceitos (GAAP), mas sim nos incentivos existentes para a preparação e divulgação das informações por parte das empresas que participam dos mercados de capitais. “Assim, itens como proteção aos investidores, nível de concentração

acionária, efetiva ação dos organismos reguladores e estrutura de governança corporativa desempenham um papel fundamental²⁰ (CVM, 2008, p. 4)”²¹.

Baker e Barbu (2007) corroboram as afirmações anteriores, advertindo que os primeiros fatores do ambiente, apontados como explicativos para as diferenças nas práticas contábeis internacionais foram o cultural e o econômico. Da mesma forma, Choi e Meek (2005) destacam oito fatores do ambiente que influenciam o desenvolvimento do sistema financeiro, podendo ser classificados como as causas das diferenças nos demonstrativos contábeis elaborados: principal fonte de financiamento, sistema legal, sistema de tributos, relações políticas e econômicas, inflação, nível de desenvolvimento econômico, educação e cultura.

No entanto, Zeff (2007) aponta tais influências, como sendo obstáculos (os quais tangem à cultura: do negócio, financeira, da contabilidade, da auditoria e a regulatória) para a comparabilidade global dos demonstrativos contábeis e a convergência, uma vez que diferem de país para país, atrapalhando e até mesmo podendo inviabilizar a implementação da comparabilidade global.

Diante disto, acredita-se que os desafios dos países que optam por adotar às normas internacionais de contabilidade, residem em problemas relacionados a: interpretação, linguagem e terminologia; uso de medidas alternativas de ganhos ajustadas, ativa participação da CVM, visando contribuir para a implementação das IFRS; e as diferenças do impacto da política legal adotada em cada país.

Vale-se, neste momento, destacar, conforme Baker e Barbu (2007), os diferentes ramos de pesquisas recentes (1990-2004) realizadas sobre essa temática de convergência contábil internacional, os quais tangem, especialmente a análise da:

- i. uniformidade contábil: nestes tipos de estudo é analisado normalmente de forma descritiva, raras exceções em que se observa testes empíricos, os argumentos a favor da uniformização da contabilidade, tais como: o aumento espontâneo da internacionalização das economias, dos negócios, bem como dos mercados de capitais; a necessidade de um mercado comum na União Européia; privatização de muitas

²⁰ Vários trabalhos acadêmicos abordam tais aspectos: Ball *et al* (2000), Bushman e Smith (2001), Leuz *et al* (2003), Bushman *et al*. (2004) e Galdi e Lopes e Walker (2008).

²¹ Ademais Lima *et al* (2010) acrescenta as seguintes pesquisas empíricas que investigam tal relação: Fan e Wong (2002); Haw *et al* (2004); e Burgstahler *et al* (2006).

empresas estatais; e o fato da divulgação em IFRS reduzir os custos relacionados a comparação dos demonstrativos contábeis entre diferentes países e mercados (e.g. CHANDLER, 1992; DEAN; CLARKE, 2003; BARKER, 2004; ARMSTRONG *et al*, 2010). Igualmente, neste segmento de análises é destacada a importância do arcabouço conceitual adotado para se atingir a uniformidade contábil entre os países (e.g. BROWN e TARCA; 2001). Estes argumentos para uma maior uniformidade contábil, *per si*, conseqüentemente afluem para estratégias que objetivam aumentar a convergência dos padrões contábeis em nível internacional;

- ii. estudos comparativos: vários pesquisadores dedicaram-se a comparar o arcabouço conceitual/relevância do IAS/IFRS face ao US GAAP (e.g. NOBES, 1990; ALFORD *et al*, 1993; AMIR *et al*, 1993; BANDYOPADHYAY *et al*, 1994; YANG; LEE, 1994; BARTH; CLINCH, 1996; ABBODY *et al*, 1999; HUNG, 2000; DING *et al*, 2003; MAINES *et al*, 2003; TARCA, 2004). Ou seja, nestes estudos é investigado se a escolha por uma dessas normas reconhecidas internacionalmente é responsável por assimetrias de informação (e.g. LEUZ, 2003; MEULEN *et al*, 2007; HAVERTY, 2006);
- iii. fatores relacionados ao ambiente: nesta vertente de pesquisa aborda-se os determinantes da qualidade das informações contábeis contidas nos demonstrativos, os quais não dizem respeito somente ao GAAP adotado, mas sim também aos padrões estabelecidos pelo sistema legal, político, econômico e os incentivos, os quais são divergentes entre os países (e.g. ALI; HWANG, 2000; PARKER; MORRIS, 2001; MEEK; THOMAS, 2004; BALL *et al*, 2000; WILLIAMS, 2004; LEUZ, 2006; BUSHMAN; PIOTROSKI, 2006);
- iv. estudos sobre diretrizes contábeis: nestes compara-se a apuração do resultado e do patrimônio líquido das empresas por meio de testes empíricos desenvolvidos a partir da adoção às IFRS face aos princípios contábeis aplicados no país analisado (e.g. BECKMAN *et al*, 2007; CORDAZZO, 2007; JESUS *et al*, 2008). Ou seja, estes estudos investigam quais são os impactos após a adoção das IFRS e sua efetividade, tanto quando a sua adoção é obrigatória (e.g. CHRISTENSEN *et al*, 2007, 2008, 2009; DASKE *et al*, 2008; HALLER *et al*, 2009) ou quando é voluntária (HUNG; SUBRAMANYAM, 2007). Nesse grupo também é investigado se a adoção das normas internacionais acarreta uma maior qualidade contábil e uma melhor previsibilidade de ganhos (DASKE, 2006; BARTH *et al*, 2008). Adicionalmente, analisam-se os métodos de mensuração implementados para se obter a convergência

das normas nacionais com as normas internacionais (FONTES *et al*, 2005; DING *et al*, 2007; HODGDON *et al*, 2009; DING *et al*, 2009).

Conforme Calixto (2010), nesse período de 1990-2004 foram especialmente, ressaltadas pesquisas sobre fatores determinantes das diferenças entre as práticas contábeis, enfatizando-se o impacto da convergência de práticas contábeis sobre o preço e retorno no mercado de capitais. Outros estudos tiveram como foco a revisão das primeiras evidências dos efeitos da adoção do IFRS; como exemplo cita-se o estudo de Soderstrom e Sun (2007), os quais concluíram que os impactos da adoção voluntária do IFRS foram positivos quanto à qualidade da informação contábil. Todavia, esse resultado não pode ser generalizado a demais economias, uma vez que é necessário um número maior de evidências.

Em verdade, isto se deve ao fato de existir poucas pesquisas empíricas sobre os impactos da adoção do IFRS, tendo em vista a recente obrigatoriedade legal para elaboração das demonstrações financeiras consolidadas, por parte das empresas de capital aberto em bolsas de valores.²²

Baseado nas considerações realizadas busca-se, neste momento, elaborar um compêndio apresentando algumas pesquisas empíricas relacionadas aos impactos do processo de convergência para as estruturas conceituais do IASB, isto é, as normas IFRS. Não sendo oportuno, aqui nesta pesquisa realizar amplo destaque às evidências quanto à adoção obrigatória do IFRS; dado que no Brasil esta exigência passa a ser requerida para os demonstrativos consolidados divulgados em 2010 e, especialmente, considerando que o objetivo geral desta pesquisa consiste em: mensurar e analisar se houve incremento na relevância das informações contábeis a partir da adoção parcial das normas internacionais de contabilidade no Brasil, comparando-se tal evento em três fases distintas: antes, durante e após a transição do padrão contábil brasileiro para as IFRS. Esses impactos serão investigados tanto sobre os preços quanto sobre os retornos (nas fases citadas); e por fim analisa-se a relevância nos ajustes de reconciliação do lucro e do patrimônio líquido no ano 2008. Assim, o compêndio destas pesquisas empíricas foi organizado considerando-se as três hipóteses a serem testadas neste estudo para se atingir o objetivo geral almejado da pesquisa.

²² Verifica-se uma grande variedade de estudos, enfatizando o mercado de capitais alemão e o inglês, para as demais economias, em sua maioria as evidências são escassas, bem como inconclusivas.

2.2.1 Evidências Empíricas para a Primeira Hipótese:

Considerando a amplitude de estudos que se encontram relacionados à primeira hipótese (A reação do mercado de capitais brasileiro para a divulgação das demonstrações contábeis está associada à qualidade do padrão contábil vigente e a estrutura de incentivos que as empresas possuem para disponibilizarem informações com maior qualidade) a ser testada, destaca-se uma classificação dos mesmos nos seguintes subgrupos:

- 1) consequências econômicas da adoção das normas IFRS: neste segmento os resultados dos trabalhos serão inseridos de forma conjunta, não efetuando uma segregação entre pesquisas referentes a adoção voluntária *versus* a obrigatória, tendo em vista que esta questão não se encontra contemplada no escopo deste estudo. Assim, neste grupo enfatizaram-se os efeitos econômicos sob as seguintes perspectivas: custo de capital; liquidez; volume de negociação; e mercado de capitais;
- 2) fatores institucionais e estruturas de incentivos: os trabalhos que investigam os fatores que impactam as informações contábeis contemplam as seguintes análises: estruturas institucionais econômicas, ambiente cultural e legal e influências políticas. Da mesma forma, é verificado se o comprometimento das empresas frente a divulgação obrigatória as normas internacionais esta associado com a pré-existência de incentivos econômicos;
- 3) escolha do GAAP: estas pesquisas tem como objetivo analisar a relevância, benefícios e impedimentos/barreiras da adoção as IFRS em seus países específicos, bem como a relação entre as características peculiares dos países e seu processo de adoção;
- 4) qualidade da informação contábil: nesse grupo é verificado as métricas que mensuram a qualidade da informação contábil.

Destaca-se que, a maioria dos estudos observados não se restringe a investigação de uma única abordagem de forma isolada, em virtude disto, a segmentação das pesquisas ora propostas, tem como objetivo tão somente facilitar o entendimento das abordagens empíricas que permeiam os objetivos e hipóteses da pesquisa.

A teoria contábil aborda que as demonstrações contábeis reduzem a assimetria informacional, trazendo informações relevantes e oportunas (FRANKEL; LI, 2004). Em função da diversidade de padrões contábeis, demonstrando diversas qualidades informacionais e

eficiências econômicas, acredita-se que o sistema de contabilidade internacional pode fornecer um conjunto adequado para examinar as consequências econômicas das demonstrações contábeis. As normas IFRS fornecem um *insight* interessante de empresas listadas em países diferentes adotando um único padrão ao mesmo tempo. A expectativa é que a mudança para as IFRS apresente como consequência um aumento na qualidade das informações contábeis evidenciadas.

Neste sentido, fazendo uma análise do primeiro grupo de pesquisa citado, verifica-se que grande parte das pesquisas observadas apresentou um consenso quanto aos benefícios advindos pós adoção das normas IFRS; tendo em vista as significativas evidências de aumento na relevância das informações contábeis divulgadas pelas empresas e a adição de novas informações relevantes para os investidores no mercado de capitais. Isso, apresenta-se de acordo, com os pressupostos de que uma maior transparência e qualidade no *disclosure* tende a reduzir a seleção adversa, aumentando a liquidez do mercado e reduzindo o seu custo de capital (LEUZ; VERRECCHIA, 2000; VERRECCHIA, 2001; LAMBERT *et al*, 2007; HAIL *et al*, 2009).

Estudos de Leuz e Verrecchia (2000) e Daske *et al* (2008) examinaram os efeitos das normas contábeis nos mercados de capitais, via *proxies*: liquidez de mercado, custo de capital e valor da empresa. Todavia, nestes estudos considera-se que os mercados de capitais em diferentes países processam as informações com a mesma eficiência. Neste sentido, a pesquisa, Leuz e Verrecchia (2000) investigaram o impacto de mudança de padrões contábeis sobre o custo do capital das empresas alemãs que adotaram o IFRS ou US GAAP e evidenciaram que estas empresas apresentam um menor *bid-ask spreads* e um maior *turnover* face as que adotam o GAAP local.

Outra consideração, a ser mencionada tange a redução nos custos de se efetuar comparações entre demonstrativos financeiros de empresas divulgados em IFRS e países, especialmente por parte dos investidores, dada uma maior consistência destes demonstrativos elaborados por meio de diversas jurisdições, órgãos normatizadores e regulamentadores setoriais. Relacionado a este fato, Callao *et al* (2007) investigaram a forma na qual as empresas da Espanha têm conduzido o processo de implementação das IFRS. A amostra é composta por empresas listadas na Bolsa de Valores de Madri. Os resultados mostram que as empresas estão tendo

uma postura positiva em relação ao processo de convergência, mas que a adaptação é custosa e requer mudanças na organização dos negócios e nas práticas contábeis.

Da mesma forma, como anteriormente mencionado, isso gera consequentemente uma redução na assimetria informacional, proporcionando um aumento de liquidez e reduzindo o custo de capital para nestas empresas (CHOI; LEVICH, 1991; DYE, 1990; COVRIG *et al*, 2007; CHRISTENSEN *et al*, 2007).

Evidência semelhante, foi encontrada por Daske *et al* (2008), cujos resultados apontam para um aumento na liquidez de mercado em torno da introdução obrigatória das IFRS; todavia os resultados para o custo de capital foram diversos. Os autores, de fato, concluíram que os benefícios gerados aos mercados de capitais existem somente em países com alto grau de *enforcement* associado a um ambiente institucional que fornece fortes incentivos para a divulgação de informações de alta qualidade.

Ademais, Ball (2006) e Daske *et al* (2008) tecem comentários com relação a essas empresas, afirmando que estão sujeitas a um conjunto diferente de incentivos em seus GAAPs locais e algumas podem não querer ser mais transparentes e estarão indispostas a mudar suas políticas contábeis em função do padrão IFRS. Daske *et al* (2008) comentam que se há um regime de *enforcement* forte e um escrutínio e atenção do público, estes fatores institucionais alteram ou moldam os incentivos das empresas.

Leuz (2003) compara medidas de assimetria informacional para empresas alemãs que atuam no Novo Mercado alemão e encontrou poucas evidências de diferenças junto ao *bid/ask spreads* e no volume de negociações para firmas que se utilizam de USGAAP em relação aquelas que usam IAS. O autor ainda discorre sobre a escolha por IA/IFRS e USGAAP, cuja a mesma se encontra condicionada a interesses, assinalando que a opção pelo USGAAP está relacionada a um desejo por captar recursos no exterior; tendo em vista o maior crescimento de vendas das empresas alemãs do Novo Mercado, o que gera, consequentemente uma maior necessidade de se buscar financiamento junto ao mercado; em virtude disto preferem o padrão USGAAP. Ou seja, acredita-se que as IAS/IFRS tem a mesma transparência que o US GAAP, sendo menos custosa a adoção as primeiras normas. Todavia, o estudo sinaliza que empresas que desejam captar recursos optam em divulgar seus demonstrativos por meio do USGAAP.

Considerando que os IFRS são obrigatórios para muitos países são recentes e ainda estão ocorrendo, há relativamente poucos estudos examinando as consequências econômicas das IFRS obrigatórias em relação as voluntárias. Neste sentido, Christensen *et al* (2009) e Armstrong *et al* (2010) examinaram a reação do mercado de capitais frente à divulgação obrigatória dos demonstrativos contábeis em IFRS.

Christensen *et al* (2007) fez esta análise para as empresas do Reino Unido, comprovando resultados não significativos nesta relação e sim uma substancial heterogeneidade na reação do mercado de capitais. Todavia, Armstrong *et al* (2010), relatou uma reação positiva do mercado para eventos que aumentam a probabilidade/semelhança da adoção das IFRS e uma negativa reação do mercado para eventos que diminuem a semelhança com a adoção das IFRS. O estudo também encontrou que a reação do mercado encontra-se relacionada a um período pré-IFRS, bem como ao seu ambiente informacional (nível de assimetria informacional) e legal.

Consistente com Barth *et al* (2008), Daske *et al* (2008) analisaram as consequências econômicas e os benefícios para o mercado de capitais de 26 países que adotaram obrigatoriamente as normas IFRS. Os resultados encontrados apontam que em média tanto a liquidez, quanto o Q de Tobin aumentam em torno da introdução destas normas no país; sendo que o custo de capital apresenta-se reduzido quando a transparência e o *enforcement* legal são considerados.

Um método amplamente utilizado para avaliar o impacto dos padrões contábeis é através dos números gerados pelos IFRS ou USGAAP em relação aos GAAPs locais (BURGSTAHLER *et al*, 2006; BARTH *et al*, 2008). Contudo essas diferenças apresentadas nestes estudos *cross-country* de relevância da informação contábil são parcialmente direcionados quanto a eficiência com que cada mercado de capitais/país incorpora a informação contábil. Morck *et al*, (2000) e Jin e Myers (2006) destacam que os distintos mercados de capitais não incorporam da mesma forma as informações específicas das empresas.

Portanto, baseado nestes estudos, de que a adoção das normas IFRS aumenta a qualidade dos resultados, isto é, se aumenta a relevância destas informações; supõem-se então uma maior volatilidade dos retornos anormais para as empresas listadas em países que adotaram o IFRS do que naqueles que tem o padrão doméstico ou GAAP local.

Ao se fazer uma revisão nos resultados empíricos do segundo grupo proposto, salienta-se que, comumente a adoção dos IFRS apresenta-se acompanhada de outros fatores institucionais que podem alterar as estruturas de incentivos (DASKE *et al*, 2008). Em grande parte destes estudos não é claro se os resultados obtidos encontram-se condicionados a uma maior qualidade trazida pelos padrões contábeis ou se isso se deve a estrutura de incentivos, ou a ambos. Considerando isto, percebe-se que uma maior transparência corporativa pode ser um produto de altos padrões contábeis e de uma estrutura de incentivos adequada.

Bushman *et al* (2004) mostraram que a transparência corporativa é relacionada com incentivos, mensurados pelo nível de proteção ao investidor e sua estrutura política. Ball *et al*, (2000, 2003), Hung (2000), Leuz *et al*, (2003) e Burgstahler *et al*, (2006) identificaram um conjunto de características importantes para explicar os incentivos econômicos das empresas com o processo de convergência contábil e o atendimento as normas internacionais: proteção aos minoritários contra expropriação; origem legal (*common law versus code law*); nível de *enforcement* legal mensurado pela eficiência do judiciário e corrupção do governo.

Incrementalmente, Ball *et al* (2000) comenta que a maior demanda por informações contábeis e *disclosure* ocorre em países *common law*. Por fim, Watts e Zimmerman (1986) ainda mencionam que a qualidade da informação contábil também é dependente dos incentivos advindos dos gestores e auditores. Portanto, de forma geral, pode-se dizer que os resultados destes estudos mostram que os incentivos econômicos são importantes determinantes da real implementação dos padrões contábeis; sendo o sistema contábil um componente complementar de todo o sistema institucional de um país, o qual também é determinado pelos incentivos que as empresas têm para reportarem.

Leuz *et al* (2003) perceberam que o gerenciamento dos resultados são negativamente relacionados com as proteções aos acionistas e ao *enforcement* legal. No que tange a análise do gerenciamento de resultados face a adoção das IFRS, Tendeloo e Vanstraelen (2005) encontram ao analisar as empresas da Alemanha, que a adoção das IFRS não pode ser associada com um menor grau de gerenciamento dos resultados. Porém, tratando-se desta mesma questão, Barth *et al* (2008) observaram nas empresas que adotaram IFRS um menor grau de gerenciamento em seus resultados, assim como um grau de conservadorismo mais

significativo e uma maior relevância no lucro. Comenta-se que essas medidas constituem-se num portfólio de qualidade contábil.

Em relação a investigação do sistema legal, La Porta *et al* (1998), apresentam uma das primeiras investigações do efeito do sistema legal de um país sobre o seu sistema financeiro. Suas evidências comprovam que países *common law* comprovam ter melhores sistemas contábeis e uma melhor proteção aos investidores do que países *code law*.

Outros fatores associados a análise da qualidade contábil, investigados em estudos empíricos incluem: sistema tributário (GUENTHER; YOUNG, 2000; HAW *et al*, 2004); estrutura de propriedade (BALL; SHIVAKUMAR, 2005; BURGSTAHLER *et al*, 2006; FAN; WONG, 2002); o sistema político (LEUZ; OBERHOLZER-GEE, 2006); estrutura de capital (SUN, 2006); desenvolvimento do mercado de capitais (ALI; HWANG, 2000). Como resultado dessa interdependência relatada entre padrões contábeis, aspectos institucionais dos países e incentivos, as consequências econômicas da mudança de sistema contábil podem ser inúmeras, variando de país para país.

Ao abordar o terceiro grupo de pesquisa, verifica-se que diversos autores têm se preocupado em realizar análises comparativas da adoção do padrão IFRS face ao padrão contábil local. Nessas pesquisas, normalmente se examina a qualidade e observância dos relatórios financeiros das empresas que adotaram às normas IFRS em relação a outro GAAP, bem como a relevância, benefícios e impedimentos da ação ao padrão internacional.

Weibenberger *et al* (2004) analisaram os motivos que levaram as empresas da Alemanha a reportar as suas demonstrações contábeis de acordo com as IAS ou USGAAP ao invés do padrão contábil alemão. Os resultados indicam que as mudanças para as normas IFRS ou US GAAP foi motivada pela expectativa em se obter maior visibilidade junto aos investidores internacionais, bem como aumentar a transparência. Contudo, uma avaliação realizada após revelou que nem todos estes objetivos foram alcançados.

Larson e Street (2004) investigaram o progresso e os impedimentos para a convergência às normas internacionais de contabilidade em 17 países da Europa. A amostra da pesquisa foi composta pelas seis maiores firmas de contabilidade internacional levantadas em uma pesquisa realizada em 2002. Os resultados apontam para a presença de dois padrões contábeis

nestes países, o IFRS e o padrão local para as empresas que não estão no escopo das normas IFRS. As principais barreiras verificadas tangem as dificuldades em se implementar algumas normas específicas e a orientação com relação aos aspectos fiscais de muitos sistemas contábeis locais. Demais barreiras apontadas são: a presença de um mercado de capitais pouco desenvolvido; insuficiente conhecimento para aplicação das IFRS e a limitada experiência com certos tipos de transações.

No último grupo de pesquisas empíricas a ser discutido abordam-se os métodos de mensuração das informações contábeis face à convergência das normas nacionais para as internacionais.

Estudos como o de Bartov *et al* (2005) e Hung e Subramanyam (2007) analisaram a relevância das informações contábeis e a qualidade dos lucros reportados em IFRS em relação ao GAAP local ou US GAAP e obtiveram resultados inconclusivos para ambos os padrões internacionais (IFRS e US GAAP).

Arce e Mora (2002) analisaram a relevância do patrimônio líquido e dos lucros para oito países da Europa no período de 1990-1998 (período de adoção voluntária das IFRS). Baseando suas inferências no poder explicativo do R^2 encontram que os lucros são mais relevantes do que o patrimônio líquido em países sob o regime *common law* e vice-versa para os países de regime *code law*.

Nesta linha, o trabalho de Niskanen *et al* (1998), desenvolvido em empresas da Finlândia, mostrou que a mudança nos lucros do padrão local para o IAS não trouxe incremento significativo de relevância para essa informação contábil. Isso é corroborado pelo estudo de Moraes e Curto (2007), os quais demonstraram que para empresas de Portugal os lucros apresentaram uma redução de relevância com a adoção das normas internacionais do IASB. Estes autores também ressaltaram que a relevância das informações contábeis é maior quanto maior for a separação entre as contabilidades societária e fiscal.

Todavia, o trabalho de Hung e Subramanyam (2007) revelou que o ativo total e o patrimônio líquido, bem como a variação do lucro e do patrimônio líquido, apresentam-se mais relevantes no IAS do que no padrão da Alemanha. Resultados semelhantes foram evidenciados no trabalho de O'Connell e Sullivan (2008), os quais investigaram o impacto da conversão

obrigatória para o IFRS no resultado líquido para as 80 maiores empresas na União Europeia, concluindo que o incremento no resultado líquido foi estatisticamente significativo e que não existe diferença significativa de impacto entre os países. Da mesma forma, o estudo de Barth *et al* (2008) mostrou que, de maneira geral, a adoção de normas internacionais (IAS) em empresas de 21 países melhorou a relevância das informações contábeis, quando comparada com a adoção de padrões locais. Conclusões análogas podem ser encontradas nos estudos de Lang *et al* (2006) e Bradshaw e Miller (2008). Por fim, vale destacar ainda, uma evidência interessante encontrada na pesquisa de Kadri *et al* (2009), cuja mudança de padrão contábil na Malásia para o IFRS trouxe impactos significativos na relevância da informação do patrimônio líquido, pois este só passou a ser relevante com as normas internacionais.

Observa-se que grande parte dos estudos percorridos que se propuseram a examinar as implicações dos padrões internacionais IFRS ou US GAAP ao invés dos domésticos sobre a qualidade dos números contábeis. Isso se justifica pela crença de que a qualidade das informações contábeis além de ser influenciada pela adoção de normas contábeis de maior qualidade, IFRS ou USGAAP, ela também se apresenta dependente dos incentivos econômicos. Desta forma, há um corpo crescente na literatura contábil que hipotetiza que a qualidade da contabilidade é significativamente influenciada por incentivos que podem ser mensurados pelo sistema legal do país, nível de proteção aos investidores, eficiência do sistema judiciário e pelo *enforcement* legal (BALL *et al*, 2000, 2003; LEUZ *et al*, 2003; BURGSTÄHLER *et al*, 2006). Ou seja, ao se analisar estes estudos empíricos percebe-se que a qualidade da contabilidade é amplamente determinada por incentivos, no nível de empresa, criados a partir das forças do mercado e fatores institucionais, e não somente por padrões contábeis (BALL *et al*, 2003; LEUZ, 2003; BRADSHAW; MILLER, 2004; BURGSTÄHLER *et al*, 2006).

2.2.2 Evidências Empíricas para a Segunda Hipótese:

Face à expressiva quantidade de estudos relacionados à primeira hipótese, verifica-se uma redução substancial de pesquisas empíricas encontradas que se preocupam em investigar, de fato, a segunda hipótese (As informações contábeis tem maior associação com os retornos contemporâneos e preços no padrão contábil híbrido (BR_GAAP/IFRS) que no padrão contábil brasileiro (BR_GAAP)) deste estudo. Os estudos que ora serão discriminados avaliam os impactos da adoção às IFRS no resultado contábil e o patrimônio líquido das

empresas em relação a seu preço e retorno de mercado (avaliados normalmente a partir da modelagem teórica desenvolvida por Ohlson em 1995).

Bartov *et al* (2005) investigaram a relevância dos lucros das demonstrações financeiras divulgadas no GAAP Alemão, em IFRS e em USGAAP. A pesquisa incluiu 417 empresas alemãs listadas em bolsa de valores durante o período de 1998 a 2000. Eles utilizaram o modelo de retorno (*timeliness*) e concluíram que os números contábeis gerados em USGAAP e IFRS são mais relevantes que os elaborados a partir do GAAP alemão. Todavia, no estudo de Schiebel (2006) os resultados indicaram que o GAAP alemão era mais relevante que o IFRS. Nesta pesquisa, o autor examinou a relevância das informações contábeis divulgadas em IFRS e no GAAP alemão, a partir de uma de 24 empresas alemãs listas na Bolsa de Valores de Frankfurt (12 empresas divulgando no padrão alemão e 12 em IFRS) no período de 2000 a 2004.

Callao *et al* (2007) investigaram os potenciais impactos das IFRS nas empresas da Espanha em relação ao padrão contábil local. A amostra da pesquisa consistiu em 35 empresas que fazem parte do IBEX (Índice da Bolsa da Espanha). Os resultados obtidos mostram que não houve aumento na relevância das informações contábeis quando aplicada as IFRS, pelo contrário, menciona-se que a relevância das informações piorou em relação ao GAAP Local.

Hung e Subramanyam (2007) investigaram os efeitos da adoção das IFRS nas demonstrações financeiras, bem como a relevância das informações contábeis para uma amostra de empresas alemãs durante 1998-2002, utilizando uma metodologia de “mesma firma-ano”, os autores exploraram a relevância das reapresentações de 80 empresas voluntárias IAS na Alemanha. Eles encontraram um maior valor para o patrimônio líquido e um menor lucro sobre IAS face ao GAAP alemão. Resultados similares também foram encontrados por Stergios *et al*, (2007) para 40 empresas que adotaram voluntariamente as IAS na Grécia. Da mesma forma, Horton e Serafeim (2009) relatam em seus resultados que as empresas cujos lucros diminuíram a partir da adoção do IFRS apresentaram retornos anormais negativos na data da divulgação das demonstrações contábeis. Além disso, para estas empresas também se observou um aumento anormal na *trading activity*.

Clarkson *et al* (2009) investigaram o impacto da adoção das IFRS na Europa e Austrália sobre a relevância dos lucros e do patrimônio líquido. A amostra da pesquisa consistiu em 3.488

empresas que adotaram as IFRS em 2005. Desta forma, os autores puderam comparar os números originais reportados em 2004 com os gerados em 2005 e comparativos em IFRS para o ano de 2004. Nestas análises, os autores utilizaram o tradicional modelo linear que relaciona o preço com lucro e patrimônio líquido, relatando que os números contábeis oriundos do padrão IFRS tem impacto similar sobre o lucro e o patrimônio líquido ou apresentam o mesmo poder explicativo em relação ao GAAP local. No entanto, quando a amostra é segregada em países de regime *common law* versus *code law*, o modelo sugere um decréscimo na relevância das informações contábeis das empresas dos países *common law*, enquanto que o preço não é relevante para as firmas de países *code law*.

Entretanto, os autores suspeitaram de uma relação não-linear entre o lucro e patrimônio líquido em relação ao preço, e em virtude disto, estimaram novamente o modelo com a inserção de uma variável nova, o produto do lucro e do patrimônio líquido, com o objetivo de averiguar essas possíveis relações não-lineares. Quando esta nova variável foi incluída no modelo de preço, os coeficientes estimados apresentaram-se estatisticamente significativos e negativos, de acordo com o esperado pela teoria. Desta forma os resultados finais evidenciam que há um aumento não-linear subsequente a adoção das IFRS e este aumento é mais pronunciado em empresas de países *common law*. Quando os efeitos não-lineares são controlados, não há mudança observada na relevância dos preços para empresas de países *common law*. Assim sendo, a adoção das IFRS não aumenta a qualidade das demonstrações contábeis das empresas da amostra na Europa e na Austrália. Por fim, salienta-se que a abordagem de pesquisa utilizada por estes autores foi comentada por Hung e Subramanyam (2007) como sendo “*same firm year*”, uma vez que cada empresa serve como seu próprio controle e o período de tempo estudado é o mesmo para o mesmo conjunto de empresas.

Hung (2000), utilizando uma amostra de 21 países durante 1991 a 1997 explorou a associação entre lucros e retornos usando uma abordagem de retornos e concluíram que a relevância dos números contábeis é mais fraca em países que estão sob a vigência do regime *code law*, quando comparado com os países, no qual o seu regime legal é o *common law*. Igualmente, Ball *et al*, (2000) também encontraram que os números contábeis de países *common law* são mais correlacionados com preços que os de países *code law*. Salienta-se que, a divisão entre países que adotam o regime *code law* (*stakeholder*) e *common Law* (*shareholder*) é amplamente utilizada na literatura e é baseada na expectativa que o papel dos lucros deveriam ser mais importante no modelo *shareholder* como oposto ao *stakeholder*.

Como detalhado por Soderstrom e Sun (2007), o sistema legal influencia os padrões contábeis. Em países de sistema legal *common law*, os padrões contábeis são elaborados por órgãos do setor privado com o propósito de atender as necessidades informacionais dos investidores. Em países de sistema legal *code law*, os padrões são influenciados pelo governo, sendo que a contabilidade serve como uma medida para evidenciar os resultados entre os grupos de *stakeholders*. Desta forma, o sistema legal sugere uma partição natural para os estudos que avaliam o impacto da relevância da informação contábil.

Por fim, Barth *et al* (2008) comentam que existem poucas evidências empíricas de grandes amostras em relação à aplicação e ao aumento da qualidade da informação contábil frente as IAS. Os autores utilizando um modelo linear de preço em relação ao lucro e patrimônio líquido investigaram uma amostra de 319 empresas que voluntariamente adotaram as IAS entre 1994 e 2003. Foi aplicado uma metodologia de análise “antes-após” a adoção aos padrões internacionais e encontraram que o R^2 para o modelo ao nível de preço aumenta de 28 para 40% no ano da adoção da nova norma em relação a períodos anteriores. No entanto, para o modelo de retorno verificou-se somente um modesto aumento no R^2 .

2.2.3 Evidências Empíricas para a Terceira Hipótese:

Para analisar à terceira hipótese do estudo (Os ajustes de reconciliação do lucro e do patrimônio líquido no período de transição do padrão contábil brasileiro (BR_GAAP) para o híbrido (BR_GAAP/IFRS) são relevantes para o mercado de capitais brasileiro) reportou-se a três grupos de pesquisas, por estarem dentro do escopo da pesquisa e relacionados diretamente a esta hipótese: 1) estudos que investigam se os ajustes de reconciliação com um padrão contábil de maior qualidade capturam informações usadas por investidores no processo de precificação dos ativos; 2) estudos que investigam se os ajustes de reconciliação com um padrão contábil de maior qualidade trazem relevância incremental para as informações contábeis reportadas previamente em um padrão contábil local; e por fim 3) evidências dos ajustes de reconciliação no Brasil.

Os estudos classificados na primeira abordagem normalmente realizam regressões entre o retorno das ações/preço (variável dependente) e as variáveis contábeis (lucro, patrimônio líquido e os ajustes de reconciliação do lucro e do patrimônio líquido). A presença de uma

associação entre o preço/retorno e os ajustes de reconciliação (lucro e/ou patrimônio líquido) sugere que os números contábeis gerados a partir de um padrão contábil de maior qualidade (IAS, IFRS, US-GAAP) apresentam informações relevantes que não foram apresentadas através do padrão contábil local.

Notadamente, a maioria dos estudos relaciona as informações contábeis provenientes de empresas de países que listam suas ações no mercado de capitais dos Estados Unidos NYSE e/ou NASDAQ). Estes ajustes de reconciliação objetivam aumentar a comparabilidade nas demonstrações contábeis entre empresas de diferentes países, sendo exigidos pela comissão de valores mobiliários dos Estados Unidos SEC (*Securities and Exchange Commission*) para as empresas estrangeiras. Estas empresas deveriam apresentar suas demonstrações contábeis de acordo com os padrões contábeis geralmente aceitos dos Estados Unidos (US-GAAP) ou fornecer em notas explicativas a reconciliação dos seus resultados e patrimônio líquido com o US-GAAP. Por outro lado, a NYSE tem requerido a eliminação da reconciliação, que é vista como uma barreira para as empresas estrangeiras acessar o mercado de capitais norte-americano, possibilitando para as empresas divulgar as suas demonstrações contábeis em IFRS.

Amir *et al* (1993) avaliaram se os ajustes de reconciliação do patrimônio líquido e dos resultados contábeis de 101 empresas estrangeiras que estavam listadas nas Bolsas de Valores dos Estados Unidos no período entre 1990 e 1992 são relevantes para os investidores norte-americanos. Os autores aplicaram duas metodologias, sendo que a primeira consistiu num estudo de associação entre lucro e retorno. Os lucros, a variação dos lucros e o ajuste de reconciliação dos lucros são as variáveis independentes, e os retornos das ações a variável dependente. O coeficiente dos ajustes de reconciliação dos lucros foi positivo e significativo estatisticamente. O segundo teste regrediu o índice valor de mercado/patrimônio líquido sobre a reconciliação dos lucros e o patrimônio líquido. Igualmente, foi evidenciado um coeficiente positivo e estatisticamente significativo da reconciliação do patrimônio líquido. Estes resultados sugerem que os ajustes de reconciliação do lucro e do patrimônio líquido do padrão contábil local para o norte-americano traz informações relevantes para os investidores.

Barth e Clinch (1996) analisaram a relevância dos ajustes de reconciliação dos lucros e do patrimônio líquido de uma amostra de empresas de diferentes países (Canadá, Reino Unido e Austrália) entre os anos de 1985 e 1991. A metodologia utilizada foi similar a Amir *et al*

(1993). Eles encontraram que os ajustes de reconciliações das empresas do Reino Unido e da Austrália são relevantes, isto é, são úteis para explicar os retornos das ações. Entretanto, as reconciliações das empresas do Canadá não são relevantes.

Bandyopadhyay *et al* (1994) analisaram as empresas canadenses que têm suas ações listadas nos Estados Unidos, e conseqüentemente, necessitam reconciliar seu resultado contábil ao padrão norte-americano. Os autores examinaram a magnitude e o conteúdo informacional das reconciliações reportadas em uma amostra de 96 empresas canadenses listadas na Bolsa e Valores de Toronto e no mercado de capitais norte-americano (NYSE e NASDAQ) durante os anos de 1983 a 1989. Após utilizar um modelo de relevância que associa os lucros aos retornos, os resultados encontrados demonstram que a magnitude das diferenças entre os padrões contábeis são consideráveis. Embora um terço dos itens não apresente diferenças materiais entre os sistemas contábeis, os dois terços restantes apresentam diferenças que excederam em média 2% do valor de mercado das empresas. Os autores não encontraram relevância nas reconciliações, embora a magnitude das diferenças entre os padrões contábeis sejam algumas vezes consideráveis.

Harris e Muller (1999) examinaram a relevância do lucro e do patrimônio líquido de acordo com as IFRS e os US-GAAP, com o objetivo de fornecer evidências para o debate entre a SEC e a NYSE sobre a possibilidade das empresas não norte-americanas apresentarem as suas demonstrações contábeis em IAS (IFRS). A amostra consistiu em 31 empresas que apresentaram as suas demonstrações contábeis em IFRS, procedendo à reconciliação com os US-GAAP durante o período de 1992 a 1996. Foi utilizado o modelo de avaliação de Ohlson (1995). Os resultados encontrados no modelo de preço (preço variável dependente) evidenciaram que os lucros nas normas IAS são mais relevantes que os em US-GAAP, enquanto que no modelo de retorno (retorno variável dependente) os lucros em US-GAAP são mais relevantes que os nas normas IAS. Não se perceberam diferenças no patrimônio líquido entre ambas as normas.

Hung e Subramanyam (2007) compararam os efeitos das normas IAS em relação ao padrão contábil Alemão para uma amostra de 80 empresas alemãs que voluntariamente adotaram as normas internacionais de contabilidade. Os autores encontraram que os ajustes de reconciliação do patrimônio líquido são relevantes, enquanto que os ajustes de reconciliação dos lucros não se mostraram relevantes.

Street e Bryant (2000) identificaram as diferenças entre as normas internacionais de contabilidade (IAS) e as normas norte-americanas (US-GAAP), para avaliar a significância estatística e a materialidade destas diferenças. Foram considerados os ajustes de reconciliação do formulário 20-F. A metodologia consistiu em calcular o índice de comparabilidade (GRAY, 1980). Os resultados mostraram que os ajustes no resultado foram significativos no período de 1995 a 1997.

Niskanen *et al* (1998) investigaram a relevância dos lucros sobre o GAAP da Finlândia e sua reconciliação com as IFRS. Foram analisadas 18 empresas que divulgaram suas demonstrações contábeis em ambos os padrões contábeis. Os resultados mostram que a reconciliação nos lucros para IFRS não é relevante.

Pode-se perceber que os resultados encontrados são diversos e, talvez, estejam condicionados ao desenho de pesquisa utilizado (especificações dos modelos). Entretanto, uma limitação destes estudos classificados na primeira abordagem²³ é que eles não podem concluir que as diferenças entre as informações contábeis geradas entre um padrão contábil e outro transmitam novas informações relevantes aos investidores que não tenham sido incorporadas ao preço das ações. Pode haver a possibilidade de que os ajustes de reconciliação tenham sido previamente divulgados ao mercado de capitais através de outras fontes alternativas de informações, e não necessariamente através das demonstrações contábeis.

Para contribuir com essa perspectiva, os estudos da segunda abordagem²⁴ direcionam sua atenção para a reação do mercado de capitais diante da divulgação dos ajustes de reconciliação (lucro e patrimônio líquido) entre um padrão contábil local e um mais sofisticado (US-GAAP – IAS – IFRS). Se for percebida a reação do mercado de capitais, sugere-se que os investidores não foram hábeis em incorporar em suas expectativas futuras as informações disponibilizadas em outras fontes acerca dos ajustes de reconciliação. A metodologia utilizada nesta abordagem é o estudo de eventos, por contemplar a reação do mercado de capitais diante de eventos específicos e em intervalos curtos (dias).

²³ Estudos que investigam se os ajustes de reconciliação com um padrão contábil de maior qualidade capturam informações usadas por investidores no processo de precificação dos ativos.

²⁴ Estudos que investigam se os ajustes de reconciliação com um padrão contábil de maior qualidade trazem relevância incremental para as informações contábeis reportadas previamente em um padrão contábil local.

Amir *et al* (1993) considerou um intervalo de 5 dias em torno da data de divulgação dos ajustes de reconciliação das empresas estrangeiras que tem suas ações listadas no mercado de capitais dos Estados Unidos. Os autores não encontraram reação significativa do mercado de capitais diante desta divulgação, indicando que os investidores já tinham antecipado estas informações e as incorporada ao preço dos ativos antes da sua divulgação.

Bandyopadhyay *et al* (1994) também realizaram uma abordagem semelhante a Amir *et al* (1993), para os ajustes de reconciliação das empresas canadenses listadas no mercado de capitais norte-americano. Não foram encontrados retornos anormais significativos em torno da data de divulgação dos ajustes de reconciliação.

Rees (1995) investigaram através de um estudo de eventos (5 dias) se a divulgação dos ajustes de reconciliação do patrimônio líquido e do resultado contábil de 150 empresas estrangeiras que participam dos programas de ADR e são obrigadas a divulgar o formulário 20-F é relevante para o mercado de capitais. O período da pesquisa foi entre 1983 e 1987. Os resultados encontrados evidenciaram uma correlação positiva entre o preço das ações e os valores da reconciliação, demonstrando que a divulgação do formulário 20-F fornece novas informações ao mercado de capitais. Estes resultados são contraditórios em relação aos estudos de Amir *et al* (1993) e Bandyopadhyay *et al* (1994). Rees (1995) atribui estas diferenças a composição da amostra e a janela de acumulação dos retornos anormais.

Igualmente, discutem-se os estudos que contemplam a relevância dos ajustes de reconciliação entre dois padrões contábeis após a adoção obrigatórias das normas IFRS na Europa (2005). Dentro deste escopo, cita-se Horton e Serafeim (2009), os quais investigaram a reação do mercado de capitais e a relevância dos ajustes de reconciliação das empresas do Reino Unido que migraram das normas locais para as IFRS. A amostra consistiu em 297 empresas que tinham suas ações negociadas na Bolsa de Valores de Londres para o ano de 2005 e que tiveram que reapresentar as suas demonstrações contábeis de 2004 em IFRS para resguardar a comparabilidade entre as demonstrações contábeis (requerido pela norma IFRS 1). Os autores utilizaram a metodologia do estudo de eventos, bem como o estudo de associação. Os resultados do estudo de eventos sugerem que o mercado reagiu negativamente para empresas cuja reapresentação divulgou menores lucros em IFRS quando comparados aos em UK-GAAP. Contrariamente, o mercado não reagiu aos ajustes de reconciliação quando os lucros em IFRS foram maiores que os em UK-GAAP. Os autores também relataram que os ajustes

de reconciliação dos lucros são associados com o preço após controlar os lucros para o UK-GAAP. O ajuste de reconciliação para o patrimônio líquido não está associado ao preço. Em suma, estes resultados mostram que os ajustes das mudanças de padrão contábil, para as normas IFRS, contém informações que alteram as crenças dos investidores sobre os riscos associados aos fluxos de caixa, e conseqüentemente, ao preço das ações.

Da mesma forma, Cristensen *et al* (2009) analisaram as estratégias para divulgação dos ajustes de reconciliação exigidos pela norma IFRS 1 e como o mercado de capitais reagiu diante desta divulgação. O estudo contemplou 137 empresas listadas na Bolsa de Valores de Londres que tiveram que reapresentar as demonstrações contábeis semestrais comparativas de 2004 em IFRS juntamente com as demonstrações semestrais em IFRS de 2005. As empresas da amostra da pesquisa demoraram entre 40 e 288 dias após o final do ano fiscal de 2004 para divulgar esta reapresentação, sendo a média 177 dias. Conduzindo um estudo de eventos, os autores evidenciaram que o mercado de capitais reage significativamente ao evento da reapresentação da demonstração contábil de 2004 em IFRS somente para as empresas que divulgaram mais cedo, isto é, antes de 177 dias (média). Para as empresas que divulgaram a reapresentação após 177 dias não foi percebida reação do mercado de capitais. Percebeu-se que as empresas que mais demoraram a divulgar a reapresentação eram as que apresentavam “más notícias” ao mercado de capitais. Isto evidencia que os gestores reconhecem que os ajustes de reconciliação contém informações que surpreendem o mercado de capitais, possibilitando-os gerenciar o momento da divulgação conforme a natureza da surpresa (boas ou más notícias).

Adicionalmente, Moraes e Curto (2007) compararam as diferenças na relevância das informações contábeis elaboradas de acordo com as normas locais e em IFRS. A amostra consistiu em empresas de 12 países da União Europeia. A metodologia utilizada foi regressões de preço em relação as variáveis contábeis (patrimônio líquido por ação e lucro por ação). Foi considerado como métrica para comparação entre os períodos “antes” e “após” as normas IFRS o coeficiente de determinação (R^2). Os autores encontraram que o R^2 é significativamente maior nas variáveis contábeis elaboradas de acordo com as normas IFRS, que em relação as normas contábeis locais para todos os países, com exceção da Dinamarca, Irlanda Alemanha e Bélgica. Uma limitação do desenho de pesquisa utilizado é que ele não permite especificar qual componente (lucro ou patrimônio líquido) foi relevante entre os períodos (antes e depois da mudança da norma contábil).

Por fim, destaca-se a pesquisa de Gjerde *et al* (2007), referente a análise dos ajustes de reconciliação do padrão contábil norueguês para as IFRS de 145 empresas listadas na Bolsa de Valores de Oslo. Os resultados encontrados indicam que os ajustes de reconciliação dos lucros e do patrimônio líquido foi relevante para os investidores.

No que tange, a terceira e última abordagem desta temática, ressalta-se que ainda não há efetivamente estudos que tratem dos ajustes de reconciliação para o Brasil, tendo em vista a recente convergência voluntária às IFRS e não obrigatoriedade, a qual será para os demonstrativos consolidados findos de 2010. Portanto, aqui, apresenta-se somente as evidências empíricas dos ajustes de reconciliação do padrão contábil brasileiro para o padrão contábil norte americano e, não diretamente às IFRS. Ou seja, abordam-se as pesquisas de relevância da reconciliação do patrimônio líquido e do resultado contábil para as empresas brasileiras que possuem programas de ADR.

Com este propósito, verificou-se que Costa e Lopes (2007) analisaram a relevância das informações disponibilizadas ao mercado por empresas brasileiras com ADRs negociados na NYSE. Especificamente, foi averiguado se as variáveis contábeis (patrimônio líquido e resultado contábil) quando apresentadas de acordo com os padrões contábeis norte-americanos (US GAAP) até o dia 30 de junho, carregam relevância incremental em relação a estas mesmas variáveis já apresentadas no Brasil, segundo os padrões contábeis brasileiros (BR GAAP). O período da pesquisa foi entre os anos de 1999 a 2003. Os resultados mostraram que: as informações elaboradas segundo os princípios de contabilidade geralmente aceitos no Brasil são relevantes; as informações em US-GAAP disponibilizadas em junho possuem menor ou igual relevância do que as divulgadas em abril; e, os ajustes aos US-GAAP efetuados no patrimônio líquido são relevantes para o mercado de capitais brasileiro.

De forma semelhante, Nascimento *et al* (2007) analisaram a eficiência do conteúdo informacional do resultado contábil no padrão norte-americano (US GAAP) das empresas brasileiras com ações negociadas na NYSE. A pesquisa utilizou a metodologia do estudo de eventos, para analisar o comportamento dos retornos das ações na BM&FBOVESPA em torno da data de depósito do Formulário 20-F na SEC. A amostra utilizada foi composta por 30 empresas, totalizando 128 eventos, no período de 1999 a 2004. Os autores observaram que

os resultados contábeis no padrão norte-americano não impactam significativamente o retorno das ações no mercado acionário brasileiro.

Finalmente, encerra-se este tópico, destacando a pesquisa provinda por Lemes e Carvalho (2009), os quais, investigaram a materialidade dos ajustes de reconciliação nos lucros de 30 empresas brasileiras que divulgam suas demonstrações contábeis de acordo com os princípios geralmente aceitos do Brasil (BR-GAAP) e de acordo com os dos Estados Unidos (US-GAAP) nos anos de 2000 a 2005. Foi utilizado o Índice de Comparabilidade de Gray (GRAY, 1980). Os resultados indicam que a maioria das empresas (21 de 30 empresas) produziu números materialmente diferentes em um nível de materialidade de 15%. Outro fato importante levantado no estudo é que 16 empresas apresentaram para os 6 anos do estudo um percentual virtualmente maior do lucro divulgado no Brasil em relação ao divulgado nos Estados Unidos.

Face a todas estas evidências empíricas, destacadas ao longo do texto, relacionadas às três hipóteses a serem testadas neste estudo verificou-se que diversas pesquisas têm se preocupado em comparar os resultados das empresas por meio de estudos empíricos sobre a adoção do padrão IFRS e legislação local. Os estudos sobre a adoção do IFRS geralmente investigam as implicações da introdução desse novo padrão com foco no período anterior e posterior à transição, considerando: os efeitos econômicos, perfil das companhias e reação do mercado financeiro. Outro escopo amplamente observado nestes trabalhos diz respeito a qualidade e relevância das informações para o mercado financeiro após a adoção do IFRS. Entretanto, ressalva-se que as evidências sobre os impactos da adoção do IFRS ainda são limitadas, tendo em vista a recente obrigatoriedade legal requerida as empresas para elaboração das suas demonstrações financeiras consolidadas.

2.3 Processo de Convergência às IFRS no Brasil

Considerando que o objetivo principal deste trabalho consiste em mensurar e analisar se houve aumento na relevância das informações contábeis a partir da adoção parcial das normas internacionais de contabilidade no Brasil, torna-se pertinente, nesse momento, apresentar e discutir alguns aspectos que envolvem a convergência das normas contábeis brasileiras para as normas IFRS, tais como a contextualização do ambiente institucional brasileiro, o processo

de convergência brasileiro às IFRS, a análise das diferenças entre o arcabouço conceitual existente no Brasil e aquele estabelecido pelo IASB, bem como as limitações e os desafios para a efetiva aplicação das normas internacionais de contabilidade no país. Nesse sentido, cabe analisar o papel do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) e os pronunciamentos emitidos, as implicações da Lei nº 11.638/07 e da MP nº 449/08 e, por fim, as principais evidências empíricas desta temática para o Brasil.

2.3.1 Ambiente Institucional Brasileiro

A contabilidade e o mercado de capitais no Brasil apresentam características particulares frente aos mercados tidos como maduros (por exemplo, o norte-americano). A relação que se estabelece entre o governo e os demais agentes da sociedade explicam em grande parte esses aspectos peculiares na contabilidade e no mercado brasileiro, influenciando a qualidade e a relevância das informações contábeis evidenciadas.

No Brasil, as normas e práticas contábeis apresentam características conservadoras, derivadas especialmente do regime tributário instituído. O ambiente institucional brasileiro pode ser caracterizado conforme a estrutura legal, pertencente ao arcabouço do direito romano (*code law*), no qual o governo (as instituições fiscais) constitui-se como principal órgão regulador do sistema, interferindo diretamente nos procedimentos e nas práticas contábeis para que se estabeleçam os regimes de tributação. Nesse cenário, as demais instituições de mercado (CVM) e de classe (IBRACON, CFC) somente participam no processo regulatório, auxiliando na criação de normas para a contabilidade brasileira.

Segundo Iudícibus (2010), o estabelecimento de normas e padrões contábeis foi realizado em sua quase totalidade pelo governo, uma vez que as demais instituições e o setor privado tiveram pequena participação nesse processo. Isso resultou em uma forte vinculação entre os aspectos contábeis e tributários, estando os primeiros subordinados à tomada de decisões destes últimos. Logo, a relevância da informação contábil das empresas nesse contexto torna-se menor para todos os demais usuários e partes interessadas.

Ainda, o mercado brasileiro distingue-se pela significativa captação de recursos das empresas por meio do crédito bancário em comparação ao mercado de capitais. Essa escolha por parte das empresas é passível de ser evidenciada por meio da alta concentração de controle de

capital das empresas brasileiras. Lopes (2002, p. 77) destaca essa questão e suas implicações para a contabilidade:

Essa alta concentração do mercado de capitais nacional tem implicações diretas para a contabilidade. Em empresas com poucos acionistas (no caso brasileiro, em muitas empresas o controle acionário está nas mãos de um único acionista), a contabilidade perde o seu papel de redutora de assimetria de informação entre acionistas e gestores. Nessas empresas, o acionista majoritário possui acesso privilegiado às informações gerenciais da empresa, não necessitando da contabilidade para orientar suas decisões de investimento.

De fato, se a contabilidade não puder desempenhar a sua principal função de redutora da assimetria informacional entre acionistas e gestores, a tendência será a de que o nível de relevância esperado das informações contábeis venha a ser menor.

- i) a tradição legal dos países (*common law e code law*) afeta o grau de proteção legal aos investidores, definida pela qualidade da lei e do *enforcement* judiciário (LA PORTA *et al*, 1998);
- ii) o grau de proteção legal oferecido aos investidores tem impacto sobre o crescimento dos mercados de capital e do crédito do sistema bancário disponibilizado ao setor privado;
- iii) o aumento na proteção legal aos investidores associa-se a um maior valor dos ativos das empresas (LA PORTA *et al*, 1999);
- iv) os países cujo grau de proteção legal aos investidores é menor apresentam as seguintes características: a propriedade do capital e o controle das empresas tendem a ser mais concentrados, os benefícios privados de controle são maiores, a incidência de mecanismos que alavancam o controle de um acionista por meio de uma cunha entre direitos de votos e participação acionária também é maior (CLAESSENS *et al*, 2002);
- v) as análises *cross-country* apontam para uma forte relação entre benefícios privados de controle e grau de desenvolvimento do mercado de ações e número de IPOs;
- vi) os benefícios privados de controle manifestam-se em prêmio de controle quando há transferência de controle para um novo acionista (DYCK; ZINGALES, 2004);
- vii) a governança das empresas apresenta uma forte relação positiva com desempenho operacional e valor de mercado e o benefício da melhor governança empreendida por

iniciativa das próprias empresas é maior em países com fraca proteção legal aos investidores (KLAPPER; LOVE, 2004);

- viii) o principal problema de agência em países com um mercado de capitais não maduro consiste na oposição entre os interesses dos controladores e dos minoritários, o que contraria as evidências de Berle e Means (1932), segundo as quais o conflito entre agente e principal reside na oposição entre os proprietários da empresa (os acionistas) e os executivos, que seriam os controladores efetivos.

As evidências ora apresentadas fornecem as bases para se discutir tanto a configuração atual do mercado de capitais brasileiro quanto as limitações que este apresenta. Vale destacar, além da estabilidade dos preços e da abertura comercial, uma breve trajetória das últimas mudanças significativas que ocorreram no ambiente econômico e institucional, as quais ajustaram a forma do funcionamento do mercado de capitais brasileiro, tais como:

- i) a Lei nº 9.457/97, instituída com o propósito deliberado de maximizar as receitas das privatizações das empresas sob o controle do governo federal;
- ii) as privatizações nos setores de eletricidade, telecomunicações, mineração e siderurgia, que se concentraram no período 1998-1999;
- iii) a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa e do novo mercado pela BM&FBOVESPA em dezembro de 2000;
- iv) a Lei nº 11.101/05 (nova Lei de Falência);
- v) as alterações no quadro regulatório que disciplina os fundos de pensão e os fundos de investimento;
- vi) a liberalização das relações financeiras com o exterior;
- vii) a Lei nº 11.638/07;
- viii) os pronunciamentos do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC);
- ix) Lei 11.941/2009.

Destaca-se que a reformulação da lei das sociedades anônimas, a partir de 2001, conjuntamente à criação dos níveis diferenciados de governança corporativa e do novo mercado pela BM&FBOVESPA, em dezembro de 2000, foi um importante marco para que o mercado de capitais brasileiro desse os primeiros passos rumo a melhorias na governança das empresas brasileiras (como melhor *disclosure* de informações relevantes aos investidores,

maior independência dos conselheiros, alinhamento aos padrões contábeis internacionais, *free float* mínimo e respeito aos direitos dos minoritários).

Assim, bons arranjos de governança corporativa contribuem decisivamente para o fortalecimento dos mercados de capitais, não só proporcionando maior segurança aos investidores, mas também tornando-os mais propensos a fornecer recursos e a exigir um retorno menor – reflexo do menor risco de serem expropriados pelos executivos. Associar mecanismos adequados de *enforcement* a uma sólida base legal que proteja os interesses dos investidores tende a inibir o oportunismo dos diretores, favorecendo a valoração das empresas e o desenvolvimento do mercado de capitais.

Por fim, salienta-se que a origem dos sistemas legais tem influência não apenas sobre a estrutura contratual, mas também afeta aspectos não contratuais da relação financeira entre investidor e empresa investida. Mais do que isso, o sistema legal acaba por moldar a forma como os intermediários financeiros desenvolvem suas habilidades e competências. Portanto, o mercado de capitais brasileiro sofre de problemas “estruturais”, e as principais condições para o seu desenvolvimento são bons fundamentos macroeconômicos, racionalidade no sistema tributário e um clima de negócio saudável criado por boas práticas de governança corporativa (BARROS *et al*, 2000; TEIXEIRA, 2005).

2.3.2 O processo de convergência no Brasil

No Brasil, os principais objetivos para que o movimento da contabilidade nacional esteja alinhado com os padrões internacionais envolvem: i) desvincular a contabilidade societária dos aspectos tributários e deixá-la focada nos interesses dos principais usuários externos (investidores e credores); ii) fazer com que o processo de normatização não seja fundamentado em atos normativos elaborados pelos órgãos governamentais, e sim em organismo cujos integrantes sejam empresas que produzem as informações contábeis, usuários dessas normas, contadores, analistas, investidores, bolsa de valores, auditores independentes e profissionais de investimento; iii) fazer com que as normas contábeis brasileiras sejam convergentes com as normas internacionais, em especial com as do IASB, a fim de que as demonstrações financeiras das companhias nacionais sejam entendidas com facilidade em outros países; iv) aumentar a transparência e a confiabilidade das informações financeiras a fim de possibilitar um custo mais baixo no acesso das empresas nacionais às

fontes de financiamento externas; v) estimular novos investimentos no mercado nacional e vi) aumentar o ganho de eficiência na elaboração das demonstrações contábeis.

Niyama (2005) salienta que os sistemas contábeis dos países são passíveis de serem reconciliados, na medida em que a convergência deve levar em conta os diferentes ambientes institucionais, legais e de governança corporativa entre os países, preservando as particularidades inerentes a cada país, o que produzirá um melhor intercâmbio das informações contábeis, bem como sua interpretação e compreensão. Todavia, é consensual que no Brasil as demonstrações contábeis obrigatórias são estabelecidas de forma legal (Lei das Sociedades Anônimas), havendo uma importante barreira legal a ser vencida.

Com vistas a atender essas expectativas, Ponte *et al* (2010a) afirmam que o processo de convergência das normas e práticas contábeis brasileiras aos padrões internacionais abrangeu várias iniciativas, legais, institucionais e regulamentares. Dentre elas, cita-se preferencialmente a edição da Lei nº 11.638/07, que alterou a Lei nº 6.404/76. Portanto, essa lei origina-se da necessidade de padronização dos registros contábeis no Brasil, facilitando o trânsito de capitais de risco entre os mercados financeiros inseridos na globalização, uma vez que, até então, os investidores e *stakeholders* nacionais não tinham acesso à mesma gama de informações financeiras que os demais mercados de capitais desenvolvidos.

As mudanças implementadas destinam-se sobretudo a adaptar a lei às mudanças sociais e econômicas decorrentes da evolução no ambiente de negócios e fortalecer o mercado de capitais. Espera-se que as novas práticas promovam mais transparência e qualidade das informações contábeis apresentadas pelas companhias brasileiras, especialmente porque no Brasil, a contabilidade é marcada pela vinculação à legislação e à regulamentação por organismos governamentais. A sua vinculação à legislação está ligada principalmente à tributação.

Ainda que a Lei nº 11.638/07 tenha entrado em vigência em 01º de janeiro de 2008, a sua efetiva implementação requereu a emissão de diversas normatizações pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) ainda naquele ano. Essas regulamentações foram posteriormente aprovadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), pelo Banco Central do Brasil (Bacen), pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC) e por outros órgãos

reguladores. Também com o objetivo de suprir questões relevantes para a adoção da Lei nº 11.638/07, em 27 de maio de 2009 passou a vigorar a Lei nº 11.941/09 (anteriormente, Medida Provisória nº 449/08), que instituiu o regime tributário de transição, entre outras alterações.

Segundo a CVM, com a Instrução CVM nº 457, de 13 de julho de 2007, determinou-se que, até ao final de 2010, toda a implantação do IFRS deverá estar finalizada. Essa instrução emitida pela CVM denota o objetivo final de que as normas brasileiras de contabilidade entrem em conformidade com as normas internacionais, apontando a importância e a necessidade dessa convergência.

Para que essas diretrizes sejam efetivadas, foi criado o CPC²⁵, que tem por objetivo estudar, preparar e divulgar procedimentos de contabilidade através de pronunciamentos técnicos que deverão ser obrigatoriamente submetidos a audiência pública e análise das entidades reguladoras competentes para posterior aprovação, visando à convergência da contabilidade brasileira aos padrões internacionais (Resolução do CFC nº 1.103/07 e 1.105/07). O primeiro ponto a ser considerado é que todo esse conjunto de pronunciamentos que foram e estão sendo editados pelo CPC, com a consequente aprovação do CFC, implicam necessariamente maior transparência perante os usuários das informações.

Assim como a Resolução CFC nº 1.103/2007, que dispõe sobre a criação do Comitê Gestor da Convergência no Brasil, cujo objetivo também é o monitoramento do processo de convergência da contabilidade brasileira aos padrões internacionais, outro marco no cenário de convergência no Brasil foi a alteração, por meio da Deliberação CVM nº 539/2008, do arcabouço teórico no Brasil que se baseou no Pronunciamento Conceitual Básico, emitido pelo CPC. Ressalta-se que, antes do ano de sua emissão, o Brasil apresentava duas estruturas distintas: uma proposta pela CVM e outra proposta pelo CFC. Após a introdução dessa deliberação, nota-se que houve uma efetiva aproximação da estrutura contábil brasileira com a internacional.

²⁵ O CPC é composto pelas seguintes entidades: (i) Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA), (ii) Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC), (iii) Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA), (iv) Conselho Federal de Contabilidade (CFC), (v) Instituto dos Auditores Independentes do Brasil (IBRACON), (vi) Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (FIPECAFI). Salienta-se que a CVM, a Secretaria da Receita Federal, o Banco Central e a Susep também foram convidados a integrar o CPC e dele participam ativamente.

É evidente que o novo padrão contábil exigirá maior capacitação sobre como aplicar julgamentos, análise e pensamento crítico à contabilidade, pois os registros deixam de ser feitos com base em regras e “fórmulas prontas”. Assim, espera-se que a contabilidade venha a explicitar aspectos que impactam a situação econômica e financeira das entidades que até então eram omitidos.

2.3.3 Comitê de Pronunciamentos Contábeis

O Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), a partir da emissão de seus pronunciamentos técnicos, elaborados com base nos constructos produzidos pelo IASB, elabora a estrutura conceitual sobre a qual devem ser preparados e evidenciados os demonstrativos financeiros publicados ao mercado/usuários, tendo em vista que o mercado e seus agentes demandam por informações contábeis acuradas/fidedignas sobre a situação patrimonial e financeira produzidas por profissionais comprometidos em aplicar os procedimentos determinados pelos órgãos normatizadores.

As principais motivações para a emissão desses pronunciamentos residem nas possíveis contribuições, que podem ser assim resumidas: i) auxiliar os responsáveis pela elaboração das demonstrações financeiras na aplicação dos pronunciamentos técnicos, assim como subsidiar o entendimento e o tratamento de assuntos ainda não contemplados pelos procedimentos técnicos; ii) assistir os auditores independentes na formação de seu parecer quanto à conformidade das demonstrações financeiras frente aos pronunciamentos técnicos; iii) possibilitar a interpretação das informações contidas nos demonstrativos financeiros a seus usuários, uma vez que estas deverão ser elaboradas em conformidade com os pronunciamentos técnicos; iv) permitir o livre acesso de informações a todos os interessados quanto ao enfoque adotado na formulação dos pronunciamentos técnicos e v) desenvolver futuros pronunciamentos técnicos.

Alerta-se para o fato de que os Pronunciamentos de nº 1 a 14 foram implementados em 2008 e que os demais estão sendo implementados em 2010. Com isso, os efeitos da adoção dos CPCs de nº 15 a 43 implicam ajustes do balanço de abertura do exercício dado como comparativo ao de 2010. Durante 2009, as políticas e práticas contábeis foram praticamente as mesmas de

2008, mas ressalta-se que algumas poucas entidades anteciparam para 2009 a adoção dos pronunciamentos, interpretações e orientações de vigência obrigatória em 2010.

Tendo em vista a relevância e a edição dos pronunciamentos técnicos por parte do CPC no período compreendido entre 2007, 2008 e 2009, homologados por meio de atos próprios por órgãos reguladores, com vista à implantação, no Brasil, das normas internacionais de contabilidade, apresenta-se uma breve listagem do conteúdo de cada um deles, destacando alguns itens que poderão impactar de maneira mais significativa as demonstrações contábeis das empresas em geral para os exercícios findos a partir de 31 de dezembro de 2010.

O pronunciamento do CPC 00 (Estrutura Conceitual para a Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis) fornece diretrizes para a preparação e a apresentação das demonstrações contábeis, servindo como fonte dos conceitos básicos e fundamentais para os pronunciamentos desenvolvidos pelo CPC, incluindo critérios para o reconhecimento de ativos, passivos, receitas e despesas e está em linha com o “*Framework for the preparation and presentation of financial statements*” emitido pelo IASB. Destaca-se que os tópicos de provável alto impacto com relação à estrutura conceitual contábil brasileira até então vigente são a prevalência da essência econômica sobre a forma jurídica na interpretação dos fatos passíveis de registro contábil e o direcionamento das normas para serem baseadas em princípios e não mais em regras. Assim, os pronunciamentos do CPC são desenvolvidos com vistas a atingir esse objetivo.

Quanto ao o Pronunciamento Técnico CPC 01 (Redução ao Valor Recuperável de Ativos), destaca-se que o mesmo foi aprovado em 14 de setembro de 2007 pelo CPC e, em seguida, pela CVM com a Deliberação nº 527, de 1º de novembro de 2007, que o aprovou e tornou obrigatório para todas as empresas de capital aberto aos exercícios encerrados a partir de 31 de dezembro de 2008. Essa norma visa alinhar a prática contábil adotada no Brasil com a norma internacional IAS 36 (IASB), que trata do *impairment* de ativos.

Esse pronunciamento tem por objetivo assegurar que os ativos não estejam registrados em termos contábeis por um valor superior ao seu valor recuperável, gerando uma informação otimista de geração de fluxo financeiro que provavelmente não ocorrerá. Caso o valor contábil ultrapasse seu valor recuperável, significa que a entidade deve reconhecer a desvalorização por meio de uma constituição de provisão para perdas, a qual poderá ser

revertida até o montante inicial que o ativo possuía, antes da constituição dessa provisão; caso contrário, qualquer reversão superior ao valor original do ativo é considerada uma reavaliação, proibida no modelo contábil brasileiro, após a Lei nº 11.638/07.

Ressalta-se que as desvalorizações ou reversões de desvalorizações que resultem da adoção desse pronunciamento devem ser reconhecidas na demonstração do resultado, salvo se um ativo seja contabilizado pelo valor reavaliado (isso deverá ser tratado como diminuição ou aumento de reavaliação). Da mesma forma, salienta-se que existem divulgações específicas, a serem evidenciadas nos demonstrativos sobre a aplicação da prática do teste de *impairment* e sobre as situações em que a perda é reconhecida ou revertida.

O CPC 02 (Conversão de Demonstrativos Financeiros) estabeleceu, a partir da Norma Internacional IAS 21, procedimentos visando à conversão de demonstrações elaboradas em determinada moeda para outra moeda. Esse pronunciamento não trata dos ajustes fundamentais para que as demonstrações financeiras adaptem-se às normas e aos padrões financeiros de outro país, ou seja, parte-se da premissa de que esses ajustes já foram efetuados antes da conversão. Nesse pronunciamento, evidenciam-se os seguintes aspectos:

- i) definição da moeda funcional da entidade que está convertendo suas demonstrações financeiras;
- ii) conversão de demonstrações feitas em uma moeda funcional para outra moeda de reporte (como no item anterior ou na conversão de uma controlada no exterior em euro para real), a não ser no caso de inflação alta, com os ativos e passivos convertidos à taxa de câmbio da data do balanço, e as receitas, as despesas, os ingressos e as aplicações de caixa convertidos quando de sua incorrência. As diferenças cambiais sobre os patrimônios líquidos e os resultados líquidos são reconhecidas em “outros resultados abrangentes” no patrimônio líquido para transferência ao resultado apenas quando da baixa do investimento;
- iii) variações cambiais resultantes de investimentos no exterior em entidades independentes da investidora devem ser lançados no patrimônio líquido da investida, bem como da investidora, de maneira tal que esses ganhos ou perdas não sejam reconhecidos no resultado de qualquer uma dessas entidades até o momento da baixa total ou parcial do investimento. No entanto, os registros das alterações cambiais de entidades

estabelecidas no exterior que sejam extensões da investidora deverão ser efetuados diretamente no seu resultado;

- iv) as exigências de que as controladas de uma entidade que sejam consideradas dependentes no exterior, cuja moeda funcional seja a mesma da matriz, tenham seus ativos, passivos e resultado integrados às demonstrações contábeis da matriz foram eliminadas. Adicionalmente, esse CPC cita que as variações cambiais do investimento líquido em controladas dependentes no exterior deverão ser reportadas como receita ou despesa financeira do período, ou seja, como resultados integrados à contabilidade da matriz no Brasil como qualquer outra filial, agência, sucursal ou dependência mantida no próprio país por força da norma internacional.

O CPC 03 (Demonstração dos Fluxos de Caixa) foi editado com a finalidade de estabelecer regras a respeito de como as entidades devem elaborar e divulgar as demonstrações dos fluxos de caixa para atendimento da Lei nº 11.638/2007, em substituição à demonstração das origens e aplicações de recursos (DOAR), a fim de proporcionar aos usuários das informações contábeis uma base para avaliar a capacidade de determinada entidade gerar caixa e equivalentes de caixa. Os equivalentes de caixa são definidos como sendo uma aplicação com conversibilidade imediata, a qual deve estar sujeita a um nível insignificante de risco de alteração de valor. Além disso, a entidade deve divulgar a política que adota na determinação da composição do caixa e de seus equivalentes.

Esse pronunciamento determina uma classificação dos fluxos de caixa dos períodos como decorrentes das atividades operacionais, de investimento e de financiamentos. O fluxo de caixa resultante das atividades operacionais constitui-se em um dos principais sinalizadores quanto à capacidade de uma entidade em gerar fluxos de caixa suficientes para amortizar empréstimos, manter a capacidade operacional, remunerar o capital próprio e realizar novos investimentos. Destaca-se que uma entidade pode divulgar os fluxos de caixa operacionais usando o método direto ou indireto.

Os fluxos resultantes das atividades de investimento demonstram os dispêndios de recursos realizados pela entidade com a finalidade de gerar resultados e fluxos de caixa futuro. Por fim, o fluxo de caixa decorrente das atividades de financiamento apresenta as exigências sobre futuros fluxos de caixa pelos fornecedores de capital à entidade.

Este pronunciamento foi realizado a partir de uma “tradução” do IAS 7, no qual se incluem alguns aspectos específicos e exclusivos da realidade brasileira, como, por exemplo:

- i) na reconciliação entre o lucro líquido e o fluxo de caixa líquido das atividades operacionais, devem ser apresentados separadamente, por categoria, os principais itens a serem reconciliados. Além das principais classes de diferimentos, provisões e outros ajustes ao lucro líquido, essa reconciliação deve demonstrar, no mínimo, as mudanças ocorridas no período nos recebíveis relativos às atividades operacionais, nos estoques e nos pagamentos vinculados às atividades operacionais. Recomenda-se às entidades fornecer outros detalhes dessas categorias de contas que sejam relevantes. Além disso, se o método indireto for utilizado, os montantes de juros (líquidos dos valores capitalizados) e os valores do imposto de renda e da contribuição social pagos durante o período devem ser informados detalhadamente em notas explicativas. No caso do imposto de renda e da contribuição social, também devem ser claramente distinguidos os montantes relativos à tributação da entidade daqueles retidos na fonte de terceiros e apenas recolhidos pela entidade;
- ii) as demonstrações contábeis não devem divulgar qualquer valor de fluxo de caixa por ação;
- iii) a norma internacional estabelece que tudo o que se refere a dividendos no pronunciamento local ajustou-se para dividendos ou juros sobre o capital próprio. Igualmente se fez em relação ao imposto de renda, substituindo para imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido.

Observa-se que, nesse pronunciamento, a essência da norma internacional foi mantida, isto é, não se suprimiu ou se acrescentou nenhum aspecto que possa ser considerado polêmico ou conflitante com o que determina o IAS 7.

O CPC 04 (Ativo Intangível) define o tratamento contábil a ser dado aos ativos intangíveis que não são abrangidos especificamente por outros pronunciamentos, bem como exigir a sua divulgação nos demonstrativos financeiros. Um ativo intangível é um ativo incorpóreo que deve ser reconhecido somente quando for provável que os benefícios econômicos futuros esperados atribuíveis ao ativo serão gerados em favor da entidade e o custo do ativo possa ser mensurado com segurança. Ativos intangíveis gerados internamente não costumam ser

passíveis de reconhecimento, especialmente o ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*), cujo reconhecimento, quando gerado internamente, é totalmente vedado.

Os ativos intangíveis são inicialmente reconhecidos ao custo e podem ter vida útil definida ou indefinida. Demanda-se que os conceitos do CPC 01 (*impairment*) sejam aplicados aos ativos intangíveis para se mensurar eventuais problemas de recuperação de seus valores, salientando-se que existe um procedimento específico para o *goodwill*.

O CPC 05 (Divulgação sobre Partes Relacionadas) determinou que as empresas devem divulgar em notas explicativas as transações e os saldos com as partes relacionadas. Vale mencionar que um novo conceito de parte relacionada foi introduzido, isto é, a relação com o controle e com a gestão da entidade para ser considerada parte relacionada. São partes relacionadas às vinculadas por controle (direto, indireto, conjunto ou controle comum), influência significativa, parentesco ou relacionamento com pessoal-chave da entidade ou sua controladora.

As empresas devem divulgar a remuneração do pessoal-chave da administração no total, bem como para cada uma das possíveis categorias (quer como benefício, quer como outro tipo de remuneração). Se tiver havido transações entre partes relacionadas, a entidade deve divulgar a natureza do relacionamento, fornecendo informações sobre as transações, os saldos existentes e as condições de sua realização.

Os relacionamentos entre controladora e controladas, ou investidor e coligadas, devem ser divulgados independentemente de ter havido transações entre essas partes relacionadas. Se a entidade controladora direta e a parte controladora final não prepararem demonstrações contábeis disponíveis para uso público, o nome da controladora do nível seguinte, se houver, deverá ser divulgado.

O CPC 06 (Operações de Arrendamento Mercantil) estabelece procedimentos de contabilização e divulgação dos arrendamentos mercantis, isto é, das transações em que existem compromissos contratuais com e sem transferência de benefícios, riscos e controles de bens. Um arrendamento mercantil é classificado como financeiro se ele transferir substancialmente todos os riscos e benefícios inerentes à propriedade do ativo arrendado e

como operacional se ele não transferir substancialmente todos os riscos e benefícios inerentes à propriedade do ativo arrendado.

No que tange ao arrendamento mercantil financeiro, evidencia-se que os arrendatários devem reconhecer, em contas específicas, os arrendamentos mercantis financeiros como ativos e passivos em seus balanços por quantias iguais ao valor justo da propriedade arrendada ou, se inferior, ao valor presente dos pagamentos mínimos do arrendamento mercantil, determinados no início do arrendamento mercantil. Neste, os ativos geram despesas de depreciação e os passivos geram despesas financeiras, ao passo que as contraprestações não são mais consideradas despesas, sendo registradas como liquidação do passivo (principal e juros).

Analisando-se o arrendamento operacional, percebeu-se uma modificação relevante no que diz respeito à impossibilidade de apropriação da receita na arrendadora e da despesa na arrendatária, de maneira não linear, a não ser que haja outra base com forte lógica econômica a sustentar essa apropriação, desaparecendo assim as possibilidades de apropriação, conforme arbitrado contratualmente ou designado por fluxos de caixa não homogêneos.

O CPC 07 (Subvenção e Assistência Governamentais) define que os incentivos fiscais decorrentes de doações ou subvenções governamentais para investimentos, recebidos a partir de 1º janeiro de 2008, sejam reconhecidos como receita ao longo do período, confrontada com as despesas que pretende compensar em uma base sistemática. Ademais, enfatiza-se que essas operações devem ser detalhas em notas explicativas. O pronunciamento esclarece que:

- i) a subvenção governamental, inclusive subvenção não monetária a valor justo, não deve ser reconhecida até que exista segurança de que: (a) a entidade cumprirá todas as condições estabelecidas e (b) a subvenção será recebida;
- ii) a subvenção governamental não pode ser registrada diretamente no patrimônio líquido, como previa a prática contábil adotada anteriormente no Brasil. Logo, não existe mais essa reserva de capital, a não ser nos casos de saldos remanescentes, conforme autorização normativa da CVM;
- iii) as isenções ou reduções de tributos que tenham características ou tipificações legal de incentivos fiscais (como no caso das aplicações em áreas incentivadas) são reconhecidas como subvenções governamentais no resultado das entidades, atendidos os requisitos estabelecidos, e não mais no patrimônio líquido. Portanto, devem ser

registradas pelo valor bruto do tributo como se devido fosse, em contrapartida à receita de subvenção equivalente;

- iv) o impacto especial existe no caso das subvenções, via financiamentos, de pagamento de tributos com taxas não de mercado. Nessa situação, o ajuste a valor presente do benefício deve ser considerado uma subvenção.

O CPC 08 (Custos de Transação e Prêmios na Emissão de Títulos e Valores Mobiliários) estabelece o tratamento contábil aplicável ao reconhecimento, à mensuração e à divulgação dos custos de transação incorridos e dos prêmios recebidos no processo de captação de recursos por intermédio da emissão de títulos patrimoniais e/ou dívida. Deve-se atentar para duas grandes contribuições/ inovações:

- i) os gastos com emissão de ações e outros instrumentos patrimoniais não são mais registrados como despesas, e sim como redução do valor captado em conta específica (conta redutora) do patrimônio líquido. São tidos como encargos financeiros, a serem apropriados ao longo do tempo, não só as despesas de juros e variação monetária, mas também todos os gastos incrementais vinculados à operação da captação dos recursos, como aqueles com viagens, consultores, advogados, intermediadores e prospectos, entre outros;
- ii) o reconhecimento direto no patrimônio líquido dos prêmios nas emissões de debêntures foi extinto. Eles passam a ser registrados como redutores dos encargos financeiros a longo do prazo das debêntures. Igualmente, ocorreu a exclusão da reserva de capital, a não ser nos casos de saldos remanescentes, conforme autorização normativa da CVM;
- iii) evidenciações e divulgações específicas sobre cada processo de captação de recursos, seus custos de transação, prêmios obtidos e taxa de juros efetiva de cada operação são exigidas.

O CPC 09 (Demonstração do Valor Adicionado) esclareceu sobre a necessidade/obrigatoriedade da elaboração e apresentação do demonstrativo do valor adicionado consolidado para as empresas de capital aberto e para as demais entidades que têm essa exigência por parte das agências reguladoras. Esse demonstrativo não é exigido pelas normas internacionais de contabilidade, mas faz parte do conjunto completo de demonstrações contábeis brasileiras. O impacto com relação ao modelo que vinha sendo

utilizado pelas entidades brasileiras, que apresentavam a DVA espontaneamente, está na exigência de reconhecimento específico do valor adicionado nos ativos construídos para uso próprio.

O CPC 10 (Pagamento Baseado em Ações) é tido como um pronunciamento totalmente novo na contabilidade brasileira e determina que a entidade deve reconhecer os produtos e/ou serviços recebidos ou adquiridos em transação de pagamento baseada em ações, quando ela obtiver os produtos ou à medida que receber os serviços. Em contrapartida, a entidade deve reconhecer o correspondente aumento do patrimônio líquido em conta de instrumentos patrimoniais por pagamentos baseados em ações, caso os produtos ou serviços sejam recebidos em transação de pagamento baseado em ações que será liquidada em ações (ou com outros instrumentos patrimoniais).

Da mesma forma, está previsto que a entidade deverá reconhecer um passivo se a transação for liquidada em dinheiro (ou com outros ativos). Na prática contábil brasileira anterior, tais transações não geravam registro contábil enquanto não liquidadas; apenas eram passíveis de divulgações em notas explicativas e, de maneira geral, não impactavam a demonstração do resultado.

Uma significativa contribuição introduzida por este pronunciamento centra-se no reconhecimento como despesa dos planos de *stock options*, ou seja, quando administradores e empregados adquirem, por desempenho, a opção de poder, no futuro, subscrever certa quantidade de ações da entidade e integralizá-las por valor normalmente vinculado ao preço do dia do início do contrato. O valor da despesa é definido pelo valor justo (valor estimado de mercado) da opção no dia do início do contrato e é distribuído pelo prazo do contrato (custo de oportunidade no início do contrato). Essa despesa pode não ter nada a ver com a diferença entre o valor de mercado da ação no dia do exercício da opção e o valor da sua integralização (custo de oportunidade no final do contrato). A contrapartida da despesa nesses casos de *stock options* deve ser registrada diretamente em conta de patrimônio líquido.

O pronunciamento também se aplica à aquisição de bens e serviços, mediante pagamento com emissão de ações ou quotas, com ou sem o uso de opções. A aquisição passa a ser reconhecida conforme sua natureza e as regras contábeis específicas. É importante registrar

detalhadamente em notas explicativas os planos de pagamento baseados em ações e os registros contábeis.

O CPC 11 (Contratos de Seguro) aplica-se, como regra, no Brasil, às companhias seguradoras (a partir de 2010, por determinação da SUSEP). No entanto, pode haver contratos que se configurem, em essência, como contratos de seguros, mesmo entre entidades não seguradoras. Esse pronunciamento requer que os produtos comercializados sejam avaliados e classificados como produtos de investimentos (nesse caso, o pronunciamento a ser adotado é o CPC 38) e produtos de seguros.

O CPC 12 (Ajuste a Valor Presente) estabelece os requisitos básicos a serem observados quando da aplicação do ajuste a valor presente na mensuração de ativos e passivos, decorrentes de operações de longo prazo e operações relevantes de curto prazo, dispensando-se os devidos cuidados com a escolha da taxa de desconto e do registro das contrapartidas dos ajustes. Esse pronunciamento não tem equivalente nas normas internacionais de contabilidade, mas seu conteúdo está compreendido em inúmeros documentos emitidos pelo IASB. No Brasil, tal ajuste passou a vigorar por exigência legal a partir de 2008.

Em geral, os ativos não monetários, as receitas e despesas são afetados por esses ajustes, com efeitos de redução dos mesmos (compra de imóveis a prazo, venda de ativos a médio e a longo prazo, etc.), algumas vezes com efeitos relevantes, não só no caso de certas transações na atividade imobiliária, mas também em outras. Os ajustes a valor presente provocam o surgimento de receitas e despesas financeiras no decorrer do tempo, até a realização final do recebível ou liquidação do exigível. Ademais, os impostos diferidos ativos e passivos não podem ser ajustados a valor presente.

Por fim, divulgações específicas sobre os elementos patrimoniais afetados, as taxas utilizadas, as premissas tomadas para definição dessas taxas e outras informações são exigidas.

O CPC emitiu o pronunciamento técnico 13 (Adoção Inicial da Lei nº 11.638/07 e da Medida Provisória nº 449/08), que tem como principal objetivo assegurar que as primeiras demonstrações contábeis elaboradas de acordo com as novas práticas contábeis adotadas no Brasil contenham informações que: a) proporcionem um adequado ponto de partida para a contabilidade de acordo com as novas práticas contábeis adotadas no Brasil; e b) sejam

transparentes e geradas a um custo que não supere os benefícios para os usuários. Este pronunciamento definiu um conjunto mínimo de práticas de divulgação para observância já na publicação das demonstrações do exercício findo em dezembro de 2008. Vale destacar, que tais orientações deveriam ter sido obrigatoriamente observadas pelas companhias abertas, uma vez que esse normativo foi aprovado pela Deliberação nº 565/08 da CVM.

Como regra geral, o CPC 13 requer que a entidade cumpra as determinações das Leis nº 11.638/07 e nº 11.941/09 para encerramento de suas primeiras demonstrações contábeis sob a vigência da nova legislação. No entanto, permite dispensas em situações específicas nas quais o custo de sua observância supere os benefícios aos usuários das demonstrações contábeis, ou ainda, em áreas em que seja impraticável a aplicação das exigências. Portanto, observa-se que, dada a complexidade das mudanças contábeis e as situações de dispensa e escolha previstas no CPC 13, a comparabilidade e a transparência das demonstrações contábeis de 2008 podem ser bastante prejudicadas, caso as empresas não adotem boas práticas de divulgação, no sentido de garantir o entendimento de suas demonstrações contábeis pelos usuários externos.

Dada a relevância dessa questão, o CPC 13 dedica especial atenção à definição de um conjunto mínimo²⁶ de divulgações a ser observado pelas entidades. A exigência primeira é que as empresas afirmem, explicitamente e sem ressalvas, o cumprimento integral da referida Lei por meio de declaração na nota explicativa que descreve a apresentação das demonstrações e/ou a seleção das práticas contábeis. É requerido também que se apresente um sumário das práticas contábeis modificadas, indispensáveis para o bom entendimento das modificações no patrimônio líquido e no resultado da companhia.

O CPC 14 (Instrumentos Financeiros – Reconhecimento, Mensuração e Evidenciação) estabelece princípios para o reconhecimento e mensuração de ativos e passivos financeiros, de alguns contratos de compra e venda de itens não financeiros e para a divulgação, assim como de instrumentos financeiros derivativos. Com a adoção do CPC 14, as seguintes alterações foram procedidas:

- i) as operações de “*hedge*” de fluxo de caixa passaram a ser registradas, no balanço patrimonial, pelo seu valor justo. Esse ajuste ao valor de mercado dos títulos

²⁶ Demais práticas de divulgação definidas no CPC 13 podem ser vistas na norma em si.

mobiliários classificados como disponíveis para venda passou a ser registrado, no patrimônio líquido, até sua liquidação, quando será transferido para o resultado. Anteriormente, esses ajustes impactavam o resultado do exercício;

- ii) os instrumentos financeiros derivativos utilizados para proteção das variações nos preços de petróleo e derivados passaram a ser marcados a mercado ao longo de seus períodos de vigência, com impactos no resultado financeiro. Anteriormente, esses ajustes eram registrados no resultado somente quando da sua liquidação financeira.

Antes da Lei nº 11.638/07 (BRASIL, 2008) e do CPC 14 (CPC, 2008), a evidenciação dos instrumentos financeiros derivativos para empresas não financeiras, no Brasil, era basicamente regulamentada pela Instrução Normativa IN 235 (CVM, 1995), a qual exigia, dentre outras demandas, apenas a divulgação em notas explicativas: do valor de mercado dos derivativos; das premissas adotadas para a mensuração desse valor; e das políticas de atuação e controle das operações, bem como os riscos envolvidos. E, mesmo assim, evitada por muitas empresas (MOREIRA *et al*, 2006).

2.3.4 Adoção Parcial: a Lei nº 11.638/07 e a MP nº 449/08

A Lei nº 11.638, de 28/12/2007, e a Medida Provisória 449/08, de 3 de dezembro de 2008, alteraram e revogaram dispositivos que tratavam matéria contábil das Leis 6.404/76 e 6.385/76, visando à convergência das práticas contábeis brasileiras às normas internacionais de contabilidade (IFRS). Da mesma forma, ressalta-se que foi estabelecido às sociedades de grande²⁷ porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras.

O principal objetivo desta Lei que entrou em vigor em 01/01/2008, foi adequar a parte contábil da Lei das sociedades por ações à nova realidade brasileira – em face da internacionalização do capital/mercado – propiciando a convergência das regras contábeis com os pronunciamentos internacionais, em especial os emitidos pelo IASB por meio dos IFRS.

²⁷ As alterações introduzidas pela Lei nº 11.638/07 alcançam as sociedades anônimas de capital aberto e fechado e as sociedades de grande porte. Considera-se de grande porte, a sociedade ou conjunto de sociedades sob controle comum que tiver, no exercício social anterior, ativo total superior a R\$ 240 milhões ou receita bruta anual superior a R\$ 300 milhões. Portanto, as sociedades de grande porte passaram a ser obrigadas a fazer a sua escrituração contábil, a elaborar as suas demonstrações financeiras e auditoria nos mesmos moldes de uma sociedade anônima. Não estão abrangidas na expressão “sociedades de grande porte” as entidades sem fins lucrativos, como associações e cooperativas.

Espera-se que a apresentação das demonstrações financeiras pelas empresas brasileiras em conformidade com os procedimentos internacionais de contabilidade propicie uma (i) maior transparência e confiabilidade das informações; (ii) melhor qualidade no fluxo de informações, facilitando o acesso das empresas brasileiras a capitais externos a um custo e a uma taxa de risco menores; e (iii) redução dos custos de elaboração e apresentação das demonstrações financeiras para as companhias brasileiras que divulgam suas ações em mercados estrangeiros.

A Lei nº 11.638/07 introduziu mudanças relevantes no conteúdo e formato das demonstrações financeiras e contribuirá para a melhoria das práticas de governança corporativa.

As principais alterações introduzidas pela Lei nº 11.638/07 tangem a:

- i) obrigatoriedade de elaboração, auditoria e divulgação da demonstração dos fluxos de caixa (DFC) em substituição demonstração das origens e aplicações de recursos (DOAR). Normatizada a partir da do CPC 3;
- ii) obrigatoriedade, somente para as companhias abertas, de elaborar, auditar e divulgar a demonstração do valor adicionado (DVA). Normatizada a partir da do CPC 9;
- iii) criação de novas contas no balanço patrimonial: o intangível, no ativo permanente, os ajustes de avaliação patrimonial (AAP) e ações em tesouraria, no patrimônio líquido; e eliminação de duas contas do patrimônio líquido: reserva de reavaliação²⁸ e lucros acumulados;
- iv) nova composição das contas do ativo permanente (investimento, imobilizado e intangível). No ativo imobilizado, além dos bens corpóreos, foram acrescentados os bens decorrentes de operações (*leasing* financeiro) em que há transferência à companhia de benefícios, riscos e controle desses bens, independentemente de haver transferência de propriedade. Isto é objeto de estudo e normatização do CPC 6. No ativo intangível será contemplado direitos que tenham como objeto bens incorpóreos destinados à manutenção da companhia ou exercidos com essa finalidade, inclusive o

²⁸ Pode-se argumentar que a proibição de se reconhecer novas reavaliações tem por propósito evitar que as companhias abertas distorçam as informações prestadas ao mercado, primando, assim, pela confiabilidade da informação. É importante ressaltar que as normas internacionais de contabilidade permitem a reavaliação do imobilizado, portanto, nesse ponto, a Lei nº 11.638/07 não permitirá a adoção da faculdade prevista nos padrões emitidos pelo IASB.

fundo de comércio adquirido. No CPC 4 é evidenciada a forma de apuração deste tipo de ativo.

- v) exclusão de três reservas da conta de patrimônio líquido: não serão mais classificadas como reserva de capital as contas que registravam as doações para subvenções de investimento e o prêmio recebido na emissão de debêntures as quais serão registradas em conta do resultado do exercício. Vide normatização e esclarecimento desta exclusão no CPC 7. A outra extinção tange ao procedimento de reavaliação espontânea de bens do ativo imobilizado (substituída pela conta AAP). O AAP servirá para registrar a contrapartida de determinadas avaliações a preços de mercado de ativos e passivos, decorrentes das seguintes transações: reestruturações societárias, avaliações de instrumentos financeiros e os ajustes de conversão em função da variação cambial de investimentos societários no exterior. Destaca-se que o CPC 2 define os procedimentos à conversão das demonstrações contábeis a uma determinada moeda.;
- vi) novos critérios de avaliação do ativo: estabeleceu-se que alguns ativos deverão ser registrados não mais pelo custo de aquisição e sim pelo valor de mercado: as aplicações em instrumentos financeiros, inclusive derivativos; os direitos classificados no intangível serão avaliados pelo custo incorrido na aquisição deduzido do saldo da respectiva conta de amortização; os elementos do ativo decorrentes de operação de longo prazo serão ajustados a valor presente, sendo os de curto prazo ajustados quando houver efeito relevante. Salienta-se para a nova regra sobre recuperação dos valores do imobilizado/intangível, de forma que os ativos não sejam registrados contabilmente por um valor superior àquele passível de ser recuperado por uso ou venda. O CPC 1 aborda estas questões;²⁹
- vii) novos critérios de avaliação do passivo: as obrigações, encargos e riscos classificados no passivo exigível a longo prazo, deverão ser ajustados a valor presente e as de curto prazo ajustadas quando houver efeito relevante;
- viii) inclusão da reserva de incentivos fiscais entre as que não estão incluídas na regra de que o saldo não pode ultrapassar o capital social;

²⁹ A obrigatoriedade de reconhecimento periódico do teste de recuperabilidade do valor contábil dos ativos (*impairment*) já estava prevista no CPC 1, que até a emissão da Lei nº 11.638/07 ainda era carente de validação por parte da CVM e do CFC. Além de buscar a redução das diferenças entre os padrões contábeis brasileiros e os internacionais, o valor objetivado pelo CPC 1 é a confiabilidade da informação contábil, cuja prudência é uma de suas características qualitativas secundárias.

- ix) nas operações de incorporação, fusão e cisão realizadas entre partes independentes e vinculadas à efetiva transferência de controle, os ativos e passivos da sociedade a ser incorporada ou decorrente de fusão ou cisão serão contabilizados pelo seu valor de mercado;
- x) alteração na demonstração do resultado do exercício (DRE) da conta resultado não operacional para outras receitas e outras despesas;
- xi) alteração da definição de coligada, para fins da adoção do método da equivalência patrimonial;
- xii) foi ampliado o alcance da avaliação de investimentos pelo método da equivalência patrimonial para incluir nesta avaliação todas as controladas e coligadas (com influência ou 20% do capital votante), independentemente da sua relevância individual ou no conjunto e para incluir também outras sociedades que, embora não se caracterizem formalmente como controladas ou coligadas, na essência façam parte de um mesmo grupo ou estejam sob controle comum;
- xiii) estendeu às sociedades de grande porte a obrigatoriedade de aplicarem os mesmos procedimentos adotados pelas companhias abertas, mesmo que não constituídas sob a forma de sociedades por ações;
- xiv) obrigatoriedade da CVM determinar regras diferenciadas para as companhias abertas e demais emissores de valores mobiliários, sobre a natureza e a periodicidade das informações que elas devam prestar, sobre o relatório da administração e sobre as suas demonstrações financeiras, padrões de contabilidade e relatórios e pareceres de auditoria;
- xv) Desvinculação da contabilidade societária em relação à apuração da base de cálculo do imposto de renda, estabelecendo a “neutralidade tributária” aos ajustes decorrentes da adoção dos IFRS pelas empresas brasileiras que optarem pelo regime tributação de transição;
- xvi) alteração da definição de ativo, de forma a atualizar a lei conforme *framework for the preparation and presentation of financial statements* elaborado pelo IASB, cujo foco deixa de ser a propriedade e passa a ser o trinômio “benefício, risco e controle”; consequentemente, há de forma implícita a exigência de se reconhecer o imobilizado e o respectivo passivo assumido em decorrência de arrendamento financeiro;
- xvii) aprimora o conteúdo informacional das notas explicativas;
- xviii) a obrigatoriedade da CVM emitir normas contábeis em consonância aos padrões internacionais de contabilidade;

- xix) a obrigatoriedade das empresas de grande porte adotarem os padrões contábeis dispostos na Lei nº 11.638/07 e de submeterem suas demonstrações contábeis à análise de auditores externos (independentes) registrados na CVM.

2.3.5 Evidências Empíricas

Para finalizar, revisaram-se junto a literatura acadêmica brasileira, estudos empíricos que tratassem de analisar o processo de transição para os padrões contábeis internacionais a partir da introdução das Leis nº 11.638/07, 11.941/09 e os CPCs e não propriamente a adoção obrigatória ao IFRS, tendo em vista que sua exigência, de fato, passa a vigorar no final do ano de 2010 para os demonstrativos financeiros consolidados anuais.

Portanto, dada a contemporaneidade desta discussão, observa-se que ainda são escassas as pesquisas empíricas que se propõem a analisar tal temática, algumas exceções foram encontradas nos trabalhos de Lima *et al* (2010) Borba e Zandonai (2009), Souza *et al* (2008), Santos (2009), Tavares *et al* (2010), Taveira (2009), Chagas *et al* (2010), Ponte *et al* (2010a), Ponte *et al* (2010b), Costa (2010) e Santos e Calixto (2010).

Neste sentido, primeiramente discute-se o trabalho de Lima *et al* (2010), por acreditar que este seja um dos estudos brasileiros de maior amplitude, devido a consideração dos incentivos econômicos. Ou seja, estes autores examinaram as diferenças *cross-sections* na adoção ao processo de convergência contábil no Brasil (refletidos pela introdução das Leis nº 11.638/08, 11.941/09 e CPCs) e os incentivos econômicos das empresas.

Os incentivos econômicos estudados foram: o tamanho, a exposição ao mercado internacional, a necessidade de financiamento e oportunidades de crescimento. A amostra foi composta por 50 empresas listadas no Índice BM&FBOVESPA entre setembro e dezembro de 2009, das quais se obteve informação sobre a projeção do lucro dos analistas. Salienta-se que, para verificar o processo de convergência contábil, foi utilizada a métrica do Índice de Observância às Práticas de Convergência (IOPC).³⁰ Os resultados obtidos sinalizam que empresas (i) maiores, (ii) mais expostas ao mercado internacional, e (iii) que possuem maiores necessidades de financiamento são mais propensas a adotar os novos dispositivos, alterando

³⁰ Este índice é baseado na divulgação específica referente aos novos dispositivos legais, construída pela análise e categorização dos demonstrativos financeiros completos (primeira adoção da Lei nº. 11.638/07).

suas políticas contábeis, em relação àquelas que não possuem os mesmos incentivos. Tais evidências sugerem que os incentivos econômicos das companhias tendem a direcionar o nível de compromisso com a adoção das práticas de convergência contábil no Brasil.

Salienta-se que os demais estudos que ora serão destacados perfazem análises associadas ao cumprimento específico das orientações emitidas pelos pronunciamentos técnicos do CPC de números 1, 7, 12, 13 e 14; para os demais CPCs emitidos nesta primeira fase do processo de convergência não foram encontradas evidências.

Encontrou-se 3 estudos que se propuseram a investigar especificamente o CPC 1, pois conforme Borba e Zandonai (2009), no Brasil, o tema *impairment* é muito recente, tendo como maior referência o pronunciamento técnico 01 emitido pelo CPC 01. Os autores encontraram 62 artigos científicos em língua inglesa sobre o tema proposto, porém, apenas 13 artigos foram analisados por serem considerados artigos científicos e terem abordagem empírica. Isto demonstra que mesmo em outros países, nos quais a contabilidade se encontra mais avançada e a norma sobre *impairment* já se encontra em vigor há muito mais tempo, ainda existem poucas pesquisas empíricas sobre o tema. No Brasil observou-se, somente 4 artigos, dois em 2006 e os outros dois em 2007 e apenas um desses trabalhos investigou a aplicação o teste de *impairment* nas demonstrações financeiras.

Dentre eles destaca-se, o trabalho de Souza *et al* (2008), o qual analisou como as empresas brasileiras que negociam ações no Brasil e nos Estados Unidos (NYSE) estão evidenciando o *impairment test* em suas demonstrações contábeis, averiguado se existem diferenças nas informações apresentadas no Brasil e nos EUA. A pesquisa para uma amostra de 24 empresas e 48 demonstrações financeiras, de segmentos distintos da economia nacional, que possuem tanto ações negociadas na BM&FBOVESPA quanto na NYSE. O estudo foi desenvolvido a partir da técnica de análise de conteúdo, examinando-se os relatórios 20-F submetidos à SEC, as Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP's) submetidas à CVM e os respectivos relatórios complementares integrantes das demonstrações contábeis (Notas Explicativas) publicadas no Brasil e nos EUA, referentes ao ano de 2006. Os resultados demonstraram que 58% das empresas evidenciaram *impairment test* em suas demonstrações financeiras, sendo que um número significativamente maior de detalhamento de informações foi divulgado à SEC, em comparação ao apresentado à CVM.

Da mesma forma, Santos (2009), verificou o grau de aderência das demonstrações contábeis de empresas brasileiras as recomendações dos padrões Internacionais (IAS 36) e Brasileiro, o CPC 01 (referente ao reconhecimento da perda por *impairment* nos ativos destas companhias). Para tanto, confrontaram as informações fornecidas pelas empresas com as solicitadas pelas normas Internacional e Brasileira das demonstrações contábeis do exercício de 2008, e, quando necessário, a demonstração relativa ao exercício de 2007. Os resultados mostram que das três empresas analisadas, todas estão aderente às solicitações da norma, com exceção da evidenciação da taxa de desconto utilizada na determinação dos fluxos de caixas futuros dos ativos reavaliados.

Uma discussão análoga pode ser vista no trabalho de Tavares *et al* (2010), tendo em vista que foram analisados se os setores classificados pela BM&FBOVESPA cumpriram a política de reconhecimento, mensuração e evidenciação preconizado pelo pronunciamento CPC 01 (referente à operacionalização da perda por *impairment*). A amostra deste trabalho consistiu em todas as empresas que registraram a perda por *impairment* nos ativos imobilizados e intangíveis, em 2008, por meio das notas explicativas, totalizando 25 empresas pertencentes a sete setores econômicos (utilidade pública, materiais básicos, petróleo, gás e biocombustíveis, consumo não cíclico, consumo cíclico, telecomunicações, financeiro e outros). Para se proceder a análise, os autores aplicaram um índice de evidenciação proposto por Massoudi (2008) *apud* Tavares *et al* (2010). Baseando-se, nos resultados dos índices de evidenciação individuais apresentados pelas empresas, constataram que nenhuma organização atingiu o nível de conformidade plena, ou seja, nenhum dos sete setores pesquisados alcançou o nível de evidenciação pleno, no primeiro ano de adoção ao CPC 01. Igualmente, destacaram que diversas informações essenciais para o entendimento do teste de *impairment* não foram disponibilizadas por algumas empresas, bem como os critérios utilizados na identificação do valor recuperável e a taxa de desconto usada no cálculo do valor em uso.

Ao comparar o resultado dessa investigação com aquele encontrado por Massoudi (2008) *apud* Tavares *et al* (2010), salvo que este estabeleceu uma hierarquia de evidenciação por países membros da União Europeia e não por setores específicos de um país, pode-se observar que quase todos os países, exceto Portugal e Espanha, apresentaram empresas com conformidade plena, indicando que, na média, os países europeus reagiram mais positivamente aos requisitos do pronunciamento, quando da adoção no primeiro ano.

Face a estas considerações, é possível afirmar que os setores econômicos brasileiros não conseguem atender aos requisitos mais genéricos estabelecidos pelo CPC 01.

No que diz, respeito a análise do CPC 07, destacam-se as seguintes pesquisas:

- i) Taveira (2009) avaliou como as empresas de capital aberto, classificadas no nível 1, nível 2 e novo mercado da BM&FBOVESPA, observaram as orientações do pronunciamento técnico 07 do CPC, quando divulgaram as subvenções e assistências governamentais nas suas demonstrações financeiras do ano de 2008. Os resultados obtidos, demonstram que as 158 companhias de capital aberto, avaliadas nessa pesquisa, não efetuaram o *disclosure* de forma satisfatória, estando em desacordo com o Pronunciamento Técnico CPC 07, relativo às subvenções e assistências governamentais. O autor acredita que parte deste resultado se deve a recente aprovação da Lei n ° 11.638/07 e do CPC 07;
- ii) Chagas *et al* (2010) verificaram se as subvenções e assistências governamentais auferidas pelas organizações do terceiro setor (dado que esta é uma das principais fontes de financiamentos para estas organizações) dos estados da Paraíba e do Rio Grande do Norte em 2008 foram evidenciadas conforme o pronunciamento técnico 07 do CPC, uma vez que a exigência do cumprimento deste pronunciamento se dá a partir do exercício de 2008, ou seja, com a publicação das Demonstrações Contábeis no ano de 2009, ano base 2008. Observou-se, que nestas organizações analisadas, no período de 2008, a evidenciação das subvenções governamentais, tendo em vista que não houve assistências governamentais, foram realizadas como estabelece o Pronunciamento Técnico CPC, isto é, foram devidamente evidenciadas em contas de resultado na Demonstração do Resultado do Exercício. Os autores sugerem que pesquisas adicionais sejam realizadas para se comparar este tipo de organização no Brasil face a demais países, levando-se em consideração as peculiaridades regulatórias, econômicas e culturais de cada país.

No que tange a abordagem do CPC 12, destaca-se o trabalho desenvolvido por Ponte *et al* (2010b) apura o grau de cumprimento das práticas de divulgação relativas ao Ajuste a Valor Presente (AVP), quando da adoção inicial da Lei n ° 11.638/07 e da Lei n ° 11.941/09, observando se existiu uma maior observância pelas empresas dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) da BM&FBOVESPA. Procedeu-se ao exame das práticas de divulgação das companhias abertas, a partir de uma amostra dos demonstrativos contábeis

de 334 companhias abertas, do exercício findo em 2008. Para tanto, para averiguar se nas empresas dos NDGC há um maior cumprimento das orientações de divulgação, quando comparadas com as do mercado tradicional, aplicou-se o teste de diferenças entre médias de *Mann-Whitney*. O que permitiu identificar um baixo grau de cumprimento das práticas de divulgação relativas ao AVP e não se observou um maior atendimento às orientações de divulgação por parte das empresas dos NDGC.

Segundo os autores, estes resultados reforçam os achados no estudo de Santos e Calixto (2009), demonstrando que a transparência foi negligenciada nas demonstrações contábeis de 2008, até mesmo por aquelas empresas que se apresentam no segmento do Novo Mercado da BM&FBOVESPA. Portanto, estas evidências contrariam as observações apresentadas por Botosan (1997) e Forker (1992), de que empresas com melhor estrutura de governança corporativa apresentam um nível mais elevado de *disclosure*.

Salienta-se que, no estudo de Santos e Calixto (2010) atentou-se para a análise dos efeitos da primeira fase da transição das empresas brasileiras para o IFRS, a partir da Lei nº 11.638/08, nos resultados das empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. A metodologia utilizada foi o inverso do Índice de Comparabilidade de Gray (GRAY, 1980). Foram analisadas 318 empresas, sendo que apenas 28% reapresentaram as demonstrações de 2007 conforme as regras de 2008 para fins de comparação, e somente 11% apresentaram em notas explicativas a reconciliação do efeito da nova lei no resultado e no patrimônio líquido nos dois anos (2007 e 2008). Em média, os resultados pela nova norma foram superiores aos apurados pela norma anterior. Entretanto, os autores apresentam os resultados com cautela em vista da forte crise financeira que teve seu ápice justamente no segundo semestre de 2008 e influenciou os resultados das empresas.

Enfatizando que, ao se basear nas Leis nº 11.638/07 e nº 11.491/09, o CPC emitiu o Pronunciamento Técnico 13, visando assegurar que as primeiras demonstrações contábeis elaboradas representem um adequado ponto de partida para a contabilidade de acordo com a nova legislação, e definiu um conjunto mínimo de práticas de divulgação, para adoção pelas companhias quando da publicação das demonstrações do exercício findo em dezembro de 2008.

Ponte *et al* (2010a) observou o grau de cumprimento das orientações de divulgação definidas no CPC 13 pelas companhias listadas na BM&FBOVESPA e salientou se existiu uma maior observância pelas empresas dos níveis diferenciados de governança corporativa. Neste estudo, investigaram-se as notas explicativas das Demonstrações Financeiras Padronizadas do exercício encerrado em 2008 de 334 empresas. Constatou-se um baixo grau de cumprimento das orientações de divulgação do CPC 13 pelas companhias abertas e, após a aplicação de testes não-paramétricos de *Mann-Whitney*, verificou-se que nas empresas listadas nos NDGC da BM&FBOVESPA foi maior a observância do normativo, quando comparadas com as do segmento tradicional.

No que diz respeito a investigação do último pronunciamento referente a primeira etapa de convergências às normas internacionais, o CPC 14, referencia-se o trabalho de Costa (2010) analisou o impacto do CPC 14, comparando os relatórios financeiros de empresas nacionais emissoras de *ADR* divulgados no Brasil, e arquivados na CVM, e nos Estados Unidos, arquivados na SEC. Ou seja, o autor testou se o processo de convergência elimina qualquer assimetria de informação, ao propiciar, a partir de 2008, uma isonomia no acesso às informações divulgadas pelas companhias em ambos os mercados. Testou-se uma amostra de 26 empresas não financeiras, referentes a exercícios findos em dez/2007 e dez/2008, as quais selecionadas e investigadas, tomando-se como referência critérios divulgação/evidenciação. Os resultados obtidos sinalizam uma melhora significativa no nível das informações contábeis sobre derivativos.

3 MÉTODO DE PESQUISA

Neste capítulo serão abordados e detalhados todos os procedimentos metodológicos aplicados no desenvolvimento da presente pesquisa. Inicialmente será caracterizada a pesquisa quanto a sua inserção no paradigma positivo de pesquisas contábeis, bem como a descrição da amostra. Num segundo momento serão explicitadas as técnicas empíricas utilizadas para testar as hipóteses propostas, e assim, atingir os objetivos da pesquisa. A primeira técnica empírica considerada é o estudo de eventos, que será empregada para testar a hipótese (H1), isto é, a reação do mercado de capitais brasileiro à divulgação das informações contábeis está associada a qualidade do padrão contábil vigente no Brasil e a estrutura de incentivos que as empresas possuem para disponibilizar informações de maior qualidade.

Por sua vez, a segunda técnica empírica apresentada trata dos estudos de associação entre os valores de mercado (preço e retorno) e variáveis contábeis. Desta forma, serão avaliadas a relevância da informação contábil (*value relevance*) e a tempestividade dos retornos contemporâneos e dos lucros correntes (*timeliness*), contemplando a segunda hipótese da pesquisa (H2). Esta hipótese prediz que as informações contábeis têm maior associação com os retornos contemporâneos e preços no padrão contábil híbrido (BR_GAAP/IFRS) que no padrão contábil brasileiro (BR_GAAP).

Por fim, é apresentada a técnica empírica que será empregada para testar a terceira hipótese da pesquisa (H3), que sinaliza que os ajustes de reconciliação do lucro e do patrimônio líquido no período de transição do padrão contábil brasileiro (BR_GAAP) para o híbrido (BR_GAAP/IFRS) são relevantes para o mercado de capitais brasileiro. Esta técnica empírica consiste em estudos de associação entre o preço/retorno e as variáveis contábeis de interesse.

3.1 Classificação da Pesquisa

Esta pesquisa se insere no paradigma positivo, uma vez que estabelece hipóteses baseadas em teorias, principalmente das áreas de finanças e economia; e, através de testes empíricos verifica a adequação da realidade em relação aos pressupostos teóricos. Para isso, utiliza-se de

técnicas estatísticas e econométricas (WATTS; ZIMMERMANN, 1986; LOPES; MARTINS, 2005). Também se percebe a identificação do estudo com a abordagem de *capital markets research in accounting*³¹, uma das áreas de estudos contábeis que mais tem crescido nas últimas décadas, principalmente após o estudo seminal de Ball e Brown (1968). Essa área de estudo contempla pesquisas acerca da relação entre as informações contábeis e o mercado de capitais (KOTHARI, 2001).

O objetivo da pesquisa consiste em mensurar e analisar se houve aumento na relevância das informações contábeis a partir da adoção parcial das normas internacionais de contabilidade no Brasil. Para tanto, será necessário verificar o grau de associação entre as informações contidas nas demonstrações contábeis e a percepção dos investidores, mensurada através do preço das ações, durante o período que antecedeu e sucedeu o início do processo de convergência para as normas internacionais de contabilidade. Desta forma, a pesquisa também pode ser classificada como sendo empírico-analítica, que segundo Martins (2002, p.34):

[...] apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise e dados marcadamente quantitativos. Privilegiam estudos práticos. Suas respostas têm caráter técnico, restaurador e incrementalista. Têm forte preocupação com a relação causal entre variáveis. A validação a prova científica é buscada através de testes dos instrumentos, graus de inferência e sistematização das definições operacionais.

Por fim, entende-se que a pesquisa é caracterizada como sendo *ex-post-facto*, pois apresentou um experimento que se realizou após os fatos, não oportunizando ao pesquisador nenhuma influência sobre os eventos. De acordo com Martins (2000, p.26), “[...] nesse tipo de investigação o pesquisador não tem controle direto sobre as variáveis independentes porque suas manifestações já ocorreram, ou porque elas são, por natureza, não manipuláveis”.

3.2 Descrição da Amostra da Pesquisa

A amostra da pesquisa consistiu em todas as empresas de capital aberto com ações negociadas na BM&FBOVESPA e que compuseram a carteira teórica do Ibovespa no período de 1995 a 2009. Tal amostra foi definida considerando-se:

³¹ Kothari (2001) subdivide essa linha de pesquisa em quatro subitens: análise fundamentalista e avaliação; testes de eficiência de mercado; papel das informações contábeis em contratos e processos políticos; e, regulação do *disclosure*. A presente pesquisa pode ser classificada nos subitens testes de eficiência de mercado e regulação do *disclosure*.

- i. Os objetivos específicos do estudo: a pesquisa se propõe a analisar a partir de uma única amostra que contempla a relação entre variáveis contábeis (resultado e patrimônio líquido) e de mercado (lucro e preço) em horizontes temporais de curto e longo prazo (estudo de eventos e estudos de associação – *value relevance*). Assim sendo, o tamanho da amostra da pesquisa (exclusão de observações) está condicionada aos requisitos exigidos para o estudo de eventos (e.g. data de divulgação das demonstrações contábeis);
- ii. O período de análise em questão: optou-se por considerar o maior período possível nesta pesquisa, com o intuito de mitigar possíveis oscilações pontuais da economia brasileira que pudessem conduzir a análises errôneas. Assim, como ponto de partida, tem-se o ano de 1995, que tem sido um marco nos estudos de contabilidade e finanças. Tendo em vista que a partir do segundo semestre de 1994, com o advento do Plano Real, a economia brasileira passou a apresentar um comportamento mais estável em seus indicadores macroeconômicos, consequentemente, foram minimizados os efeitos da inflação sobre o preço das ações.³²
- iii. a representatividade do comportamento médio do mercado de capitais brasileiro: no Brasil, um dos critérios utilizados nos estudos de contabilidade e finanças para selecionar amostra é o indicador de liquidez ou a presença em bolsa de valores. Entretanto, em simulações iniciais com todas as ações de empresas que apresentavam indicador de liquidez superior a 1,0% (resultou em 5.972 observações), percebeu-se algumas limitações para que a metodologia do estudo de eventos fosse utilizada corretamente. Um dos principais fatores observados foi a baixa frequência de negociações em um grande número de empresas nos períodos de estimação dos retornos anormais (-195, -16), assim como na própria janela do evento. Desta forma, foram consideradas na amostra apenas as ações das empresas que participaram da carteira teórica do Ibovespa, por considerá-las como sendo as empresas que possuem a maior representatividade em relação ao número de negócios, ao volume negociado e a participação nos pregões; assim, acredita-se que esta amostra possa representar de forma mais adequada o comportamento do mercado de capitais brasileiro.

Considerando o exposto, a amostra inicial da pesquisa consistiu em 3.197 observações-

³² Critério similar a Lopes (2002).

trimestrais (eventos ou datas de divulgação). Foram excluídas as 439 observações referentes a empresas que apresentavam mais de um tipo ou classe de ação. O critério adotado consistiu em escolher a ação que apresentou o maior indicador de liquidez em cada trimestre na qual a empresa participou da amostra. Desta forma, buscaram-se as ações que tiveram suas cotações muito próximas aos reais valores de mercado. Outro critério adotado foi excluir da amostra as empresas que não tiveram negociação no dia do evento (data da divulgação das demonstrações contábeis) ou no período de 11 dias em torno da data do evento (janelas de acumulação dos retornos anormais)³³. Através deste critério, foram excluídas 111 observações. Ainda foram excluídas 219 observações de empresas classificadas no setor de Finanças e Seguros (Economática[®]), por serem segmentos com regulamentação específica, que prejudica a comparabilidade das demonstrações contábeis.

Por fim, também foram excluídas 151 observações referentes aos primeiros 3 trimestres do ano de 2008. Este critério está relacionado com o objetivo da pesquisa, e foi considerado para determinar uma clara separação entre os dois períodos (BR_GAAP e BR_GAAP/IFRS) em que se pretende analisar o conteúdo informacional das demonstrações contábeis e a sua relevância, visto que durante os primeiros três trimestre de 2008 as empresas estavam em uma fase transitória em relação a adoção dos pronunciamentos do CPC.

Assim sendo, de acordo com a Tabela 1, a amostra final da pesquisa é de 2.277 observações-trimestres, representando 107 diferentes empresas (ações) no período de 1995 a 2009. Adicionalmente, no Apêndice 1 encontram a relação das empresas (ações) que compuseram a amostra total.

Tabela 1 – Composição da Amostra da Pesquisa

Detalhamento do Critério	Exclusões	Obs.
Amostra inicial de observações-trimestres de empresas do Ibovespa		3.197
(-) Exclusão de observações de empresas com mais de uma classe de ação	(439)	
(-) Ativos que não apresentavam cotações para o período em torno do evento	(111)	
(-) Empresas do setor "Finanças e Seguros" (Economática [®])	(219)	
(-) Observações referente os trimestre 1/2/3 de 2008	(151)	
(=) Amostra final da pesquisa		2.277

³³ Para a janela de acumulação dos retornos anormais (11 dias), o critério foi considerar apenas as empresas (ações) que apresentaram no mínimo 8 retornos de 11 possíveis.

A Tabela 2 apresenta o detalhamento da amostra da pesquisa de acordo com o setor econômico classificado pelo Banco de Dados Econômica®. É possível perceber a preponderância de empresas dos setores de telecomunicações (22 empresas – 442 observações-trimestre), energia elétrica (19 empresas – 447 observações-trimestre) e de siderurgia e metalurgia (11 empresas – 266 observações-trimestre). Por sua vez, a Tabela 3 apresenta o detalhamento da distribuição das observações por trimestre.

Tabela 2 - Amostra da Pesquisa – Setor Econômico

Setor Econômica®	Empresas	%	Observações	%
Alimentos e Bebidas	6	5,61	117	5,14
Comércio	5	4,67	42	1,84
Construção	3	2,80	21	0,92
Eletroeletrônicos	4	3,74	62	2,72
Energia Elétrica	19	17,76	447	19,63
Mineração	3	2,80	67	2,94
Minerais não Metálicos	1	0,93	6	0,26
Outros	9	8,41	259	11,37
Papel e Celulose	5	4,67	165	7,25
Petróleo e Gás	4	3,74	165	7,25
Química	6	5,61	119	5,23
Siderurgia e Metalurgia	11	10,28	266	11,68
Telecomunicações	22	20,56	442	19,41
Têxtil	1	0,93	7	0,31
Transporte Serviços	4	3,74	43	1,89
Veículos e Peças	4	3,74	49	2,15
Total	107	100,00	2.277	100,00

Tabela 3 – Detalhamento da Amostra da Pesquisa

Ano	Trimestre	Observações	Ano	Trimestre	Observações
1995	1	38	2002	2	44
1995	2	34	2002	3	41
1995	3	36	2002	4	41
1995	4	38	2003	1	42
1996	1	38	2003	2	42
1996	2	37	2003	3	42
1996	3	36	2003	4	42
1996	4	34	2004	1	42
1997	1	34	2004	2	42
1997	2	34	2004	3	40
1997	3	35	2004	4	40
1997	4	36	2005	1	41
1998	1	33	2005	2	42
1998	2	33	2005	3	41
1998	3	30	2005	4	42
1998	4	33	2006	1	36
1999	1	38	2006	2	42
1999	2	35	2006	3	44
1999	3	30	2006	4	43
1999	4	28	2007	1	45
2000	1	31	2007	2	47
2000	2	39	2007	3	49
2000	3	41	2007	4	49
2000	4	41	2008	4	51
2001	1	38	2009	1	51
2001	2	41	2009	2	51
2001	3	42	2009	3	49
2001	4	42	2009	4	49
2002	1	42	Total		2.277

Os dados da Tabela 4 apontam a representatividade da amostra da pesquisa em relação ao Ibovespa. O critério utilizado foi relacionar o volume financeiro de negócios das empresas participantes da amostra em cada trimestre e o volume financeiro de todas as empresas que compuseram o Ibovespa no mesmo trimestre. Assim sendo, percebe-se que a amostra da pesquisa, em média, contempla 63,73% do Ibovespa, sendo um percentual considerável de representatividade do mercado de capitais brasileiro. Destacam-se alguns trimestres com percentuais elevados (1995:3 a 1996:3 com mais de 80%) e outros com baixos percentuais (1998:2 a 2000:1). Estes valores reduzidos devem-se ao fato que entre 1998 e 2000 não foi possível determinar a data de divulgação das demonstrações contábeis da Telebrás; e, considerando-se que neste período a Telebrás sozinha representava em torno de 40% do Ibovespa, é justificável esta baixa representatividade da amostra da pesquisa neste curto período (8 trimestres).

Tabela 4 - Amostra da Pesquisa

Ano	Trim.	Obs.	% Ibovespa	Ano	Trim.	Obs.	% Ibovespa
1995	1	38	70,98%	2002	2	44	71,74%
1995	2	34	76,41%	2002	3	41	69,47%
1995	3	36	81,31%	2002	4	41	69,70%
1995	4	38	83,68%	2003	1	42	74,70%
1996	1	38	83,52%	2003	2	42	76,82%
1996	2	37	84,59%	2003	3	42	75,20%
1996	3	36	84,38%	2003	4	42	70,65%
1996	4	34	78,24%	2004	1	42	75,53%
1997	1	34	75,61%	2004	2	42	72,24%
1997	2	34	76,88%	2004	3	40	69,27%
1997	3	35	77,67%	2004	4	40	65,49%
1997	4	36	77,93%	2005	1	41	68,06%
1998	1	33	75,92%	2005	2	42	71,33%
1998	2	33	20,79%	2005	3	41	67,14%
1998	3	30	28,82%	2005	4	42	63,28%
1998	4	33	25,07%	2006	1	36	58,17%
1999	1	38	29,50%	2006	2	42	61,25%
1999	2	35	31,03%	2006	3	44	65,45%
1999	3	30	30,15%	2006	4	43	59,28%
1999	4	28	25,94%	2007	1	45	64,72%
2000	1	31	31,63%	2007	2	47	60,01%
2000	2	39	59,04%	2007	3	49	60,55%
2000	3	41	66,18%	2007	4	49	59,03%
2000	4	41	63,78%	2008	4	51	63,25%
2001	1	38	64,66%	2009	1	51	64,31%
2001	2	41	68,39%	2009	2	51	60,63%
2001	3	42	72,55%	2009	3	49	57,10%
2001	4	42	69,48%	2009	4	49	53,42%
2002	1	42	70,94%	Média			63,73%

Uma vez determinada a amostra total da pesquisa, delineou-se as outras 2 subamostras provenientes da amostra total que serão utilizadas para testar a hipótese H1 (estudo de eventos). A primeira subamostra, denominada “Amostra ADR” considera todas as empresas que fazem parte da amostra total e que participam dos programas de ADRs nível II e III. Ao todo foram consideradas 40 diferentes empresas (ações), representando 880 observações empresas-trimestre. A composição desta amostra encontra-se no Apêndice 2.

A segunda subamostra da amostra total, denominada “Amostra BCGI” foi constituída pelas empresas que participaram da amostra total e tiveram o seu BCGI calculado³⁴. Para os objetivos da pesquisa, consideraram-se apenas as empresas que apresentaram maior BCGI,

³⁴ *Brazilian Corporate Governance Index*. A apresentação e a metodologia de cálculo de índice está contemplada na seção 3.3 deste mesmo capítulo.

representando as classificadas no 4º quartil da amostra BCGI (25% maiores). Esta amostra consistiu em 506 observações-trimestre.

Por fim, importante destacar que de acordo com Martins (2002) e Marconi e Lakatos (1999), a amostra da presente pesquisa é considerada não probabilística e intencional, pois o pesquisador aplicou critérios intencionais ao grupo de elementos que compõem a amostra, podendo citar: somente as empresas que compuseram a carteira teórica do Ibovespa; e, o período compreendido da pesquisa (1995 a 2009). Como a pesquisa considerou uma amostra, não é possível generalizar seus resultados para a população, ou seja, o mercado de capitais brasileiro.

3.3 Validando o Índice Brasileiro de Governança Corporativa (BGCI)

Conforme apresentado na seção anterior (3.2), uma das subamostras da pesquisa é obtida a partir da classificação do índice de governança corporativa das empresas. Portanto, faz-se necessário apresentar e validar o BCGI (*Brazilian Corporate Governance Index*). O índice, desenvolvido por Lopes e Walker (2008), foi elaborado a partir da necessidade dos pesquisadores em acessar a uma medida quantitativa de governança corporativa das empresas brasileiras ao nível de indivíduo (firma). Esta abordagem foi sugerida por Holthausen (2003), que comentando Ball *et al* (2003), teceu críticas as medidas qualitativas utilizadas pelos autores para mensurar as características institucionais que impactam a qualidade da informação contábil. Adicionalmente, Holthausen (2003) sugere que para alcançar resultados mais realistas, as pesquisas poderiam tratar as empresas dentro de um país de forma heterogênea.

O BCGI³⁵ foi elaborado a partir de um conjunto de questões, que previamente foram utilizadas por Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), e foi aplicado a todas as empresas listas na Bovespa nos anos de 1998, 2000, 2002, 2004 e 2006. O índice é composto por 15 questões contemplando 4 dimensões da governança corporativa: *disclosure*; composição e funcionamento do conselho de administração (*Board*); estrutura de propriedade e controle; e, direitos dos acionistas. Trata-se de questões binárias (0 ou 1), atribuindo-se a nota 1 se a

³⁵ O BCGI está disponibilizado no Anexo 1.

empresa estava em conformidade com o quesito analisado, caso contrário 0. O valor do índice (escore) é obtido através de uma média simples das quatro dimensões, sendo que cada dimensão tem o mesmo peso.

Desta forma, de acordo com Lopes e Walker (2008), este índice reflete os atributos das empresas que refletem as boas práticas de governança corporativa propostas pelo IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), CVM, BMF&BOVESPA e Banco Mundial.

Os resultados de Lopes e Walker (2008) indicam que o BGCI é positivamente correlacionado com: i) oportunidades de crescimento; ii) ADRs; iii) tamanho da empresa; e, iv) índice *price-to-book*. Estas relações são coerentes com os pressupostos de Doidge et al (2006), que a partir das necessidades de captações das empresas a custo de capital menor, explica as diferenças nas escolhas de governança corporativa de empresas dentro de um mesmo país. Desta forma, o BGCI é adequado para ser considerado como um *proxy* de governança corporativa nas empresas.

Sendo que a frequência do BGCI é bianual (1998, 2000, 2002, 2004 e 2006) e não atinge todo o período da pesquisa (1995 a 2009), foram utilizados alguns critérios para ajustar as necessidades do estudo e o índice disponível. A frequência dos dados da pesquisa é trimestral, então se procedeu à interpolação linear dos valores do BGCI entre o intervalo do ano t e do ano $t+2$. Como a série do BGCI finaliza em 2006, optou-se por manter constantes os valores do índice até o ano de 2009. Este procedimento é similar ao adotado por Dalmácio (2009).

3.4 Modelando o Estudo de Eventos

Com a finalidade de testar se a Lei 11.638/07 e os pronunciamentos do CPC, que se constituíram em uma adoção parcial das normas IFRS no Brasil, aumentaram a relevância das demonstrações contábeis, optou-se por um desenho de pesquisa que foi composto de duas técnicas empíricas. Num primeiro momento, utilizou-se da metodologia do estudo de eventos, que mensura o conteúdo informacional das demonstrações contábeis no momento da sua divulgação, tendo um enfoque de curto-prazo. Já num segundo momento, foram utilizados os modelos de regressões lineares MQO (mínimos quadrados ordinários) para associar o preço e as variáveis contábeis (lucro e patrimônio líquido). Esta metodologia é conhecida como

estudos de *value relevance* (enfoque de longo-prazo).

O estudo de eventos é um método que pode ser definido como a análise do efeito de informações específicas a determinadas empresas sobre os respectivos preços de suas ações. O método apoia-se nos retornos excedentes realizados em relação aos retornos esperados das ações, em torno ou na data de anúncio do evento. Tal performance é dada pela diferença entre o retorno observado no período sob análise e o retorno esperado pelo modelo. O pressuposto teórico para este tipo de estudo é que o mercado possui uma classificação de eficiência semiforte, isto é, toda a informação pública é rápida e integralmente refletida no preço das ações.

Desta forma, o estudo de eventos também é um importante instrumento para mensurar a eficiência do mercado de capitais em relação a um determinado conjunto informacional. Essa metodologia tem sido utilizada principalmente nas áreas de finanças, economia e contabilidade³⁶. Kothari e Warner (2004) apontam que as pesquisas na área de contabilidade têm utilizado o estudo de eventos para relacionar o efeito do anúncio dos resultados das empresas sobre o preço das ações. Entretanto, outros tipos de estudos também são relatados: Beaver (1968) examinou o impacto das informações contábeis sobre o volume e a variância dos retornos; Patell (1976) também investigou o impacto das informações contábeis sobre a variância dos retornos, entre outros.

Sob a perspectiva histórica, MacKinlay (1997) descreve que o primeiro trabalho publicado utilizando este método é atribuído a Dolley, que publicou em 1933 um estudo no qual se examinou o efeito dos anúncios de *stock splits* nos preços das ações. Desde este estudo pioneiro até a década de 60, o nível de sofisticação dos métodos de mensuração do impacto de informações na precificação das ações aumentou.

O estudo de Fama *et al* (1969) é considerado como sendo um marco na consolidação do método junto à comunidade acadêmica e científica. Ball e Brown (1968) também utilizaram o método do estudo de eventos para analisar o efeito da divulgação das informações contábeis das empresas sobre o mercado de capitais dos Estados Unidos. Os resultados encontrados neste estudo confirmam este método como uma ferramenta eficaz para medir a reação dos

³⁶ Entretanto, MacKinlay (1997) destaca que o estudo de eventos é também utilizado na área do direito, avaliando o impacto de mudanças legais sobre o valor das empresas.

participantes do mercado a determinadas informações, através de variações anormais no preço das ações.

Brown e Warner (1980, 1985) efetuaram testes para verificar a robustez e a confiabilidade do método quando se utilizam retornos mensais e diários. Os autores compararam diferentes modelos de geração de retornos e concluíram que não há melhorias significativas na utilização de metodologias sofisticadas, sendo que os modelos mais comumente utilizados mostram-se suficientemente confiáveis na detecção de retornos anormais superiores a 5% (cinco por cento), para dados mensais, e a 2% (dois por cento) para dados diários; desde que a data do evento seja conhecida com certeza. Estes estudos também concluíram que os resultados de todos os modelos não foram completamente satisfatórios para detecção de retornos anormais diários ou mensais ao nível de 1% (um por cento).

Para demonstrar a ampla utilização da metodologia do estudo de eventos na literatura financeira, econômica e contábil, Kothari e Warner (2004) realizaram um censo entre os anos de 1974 e 2000 nos 5 principais periódicos da área financeira dos Estados Unidos³⁷. Os autores encontraram 565 artigos científicos que utilizaram estudo de eventos. Estes resultados demonstram o grau de maturidade desta metodologia nas pesquisas internacionais.

No Brasil, a metodologia do estudo de eventos vem sendo percebida sistematicamente nas pesquisas em contabilidade, finanças e economia. Como exemplo, têm-se os estudos de Schiehl (1996), Navarro (1996), Prux Jr. (1998), Veira e Procianoy (1998), Perobelli *et al* (2000), Perobelli e Ness Jr. (2000), Herreira e Procianoy (2000), Bernardo (2001), Holthausen e Galli (2001), Vieira e Procianoy (2001), Procianoy e Antunes (2003), Lima e Terra (2004a, 2004b), Sarlo Neto *et al* (2005), Nakayasu (2006), Nascimento (2006), Costa Jr e Martins (2008), Lima *et al* (2008), Takamatsu *et al* (2008), Silva e Pereira (2008), entre outros.

Assim sendo, o estudo de eventos é o método que se mostrou indicado para suportar os objetivos da pesquisa, pois permite evidenciar se a divulgação das demonstrações contábeis implica em retornos anormais nas ações da amostra da pesquisa, capacitando desta forma testar a hipótese (H1) da pesquisa.

³⁷ *The Journal of Business; Journal of Finance; Journal of Financial Economics; Journal of Quantitative Analysis; Review of Financial Studies.*

Os procedimentos básicos para a realização de um estudo de eventos estão sintetizados por MacKinlay (1997) e McWilliams e Siegel (1997). Além disso, proveitosas leituras sobre discussões metodológicas do estudo de eventos podem ser encontradas em: Brown e Warner (1980, 1985); Bernard (1987); Corrado (1989); Boehmer *et al* (1991); Acharya (1993); Kloeckner (1995); Binder (1998); Soares *et al* (2002); Kothari e Warner (2004), entre outros.

As etapas do estudo de eventos aplicadas nesta pesquisa estão, em sua maioria, baseadas em MacKinlay (1997), sendo: i) definição do evento; ii) critérios de seleção da amostra; iii) modelos de mensuração do retorno anormal; iv) procedimentos de estimação dos retornos anormais; v) padronização dos retornos anormais³⁸; vi) agregação dos retornos anormais; vii) procedimentos de testes; (viii) resultados empíricos; e por fim, ix) as interpretações e conclusões.

3.4.1 Definição do Evento

De acordo com Brown e Warner (1980), o sucesso do estudo de eventos está condicionado à capacidade de se identificar com precisão a data do evento. Desta forma, deficiências na determinação da data do evento a ser estudado reduzem significativamente o desempenho dos testes de anormalidade. Percebendo esta premissa, o processo de identificação das datas em que o evento tornou-se público ao mercado foi primordial, sendo resultado de uma cautelosa pesquisa.

O estudo considerou como a data do evento, o dia exato da divulgação das demonstrações contábeis ao mercado de capitais (dia zero). No Brasil, a CVM determina que as empresas divulguem suas demonstrações contábeis trimestralmente, através das ITRs, (Informações Trimestrais). Ao final do ano, as demonstrações cumulativas são denominadas de DFPs (Demonstrações Financeiras Padronizadas).³⁹ Assim, em cada ano, cada empresa da amostra poderá ter quatro datas de divulgação das suas demonstrações contábeis (3 ITRs e 1 DFP).

Leite e Sanvicente (1990) salientam que não há um padrão reconhecido pelo mercado quanto ao primeiro momento em que uma empresa divulga suas demonstrações financeiras. As

³⁸ Esta etapa não é comentada por MacKinlay (1997), mas foi contemplada de acordo com as recomendações de Patell (1976) e Brown e Warner (1980, 1985).

³⁹ Desta forma, cada empresa componente da amostra apresentou anualmente quatro diferentes datas de divulgação; sendo três para as ITRs e uma para as DFP.

empresas são obrigadas a apresentar as suas demonstrações à CVM, à BM&FBOVESPA, e ao público em geral através de publicações na imprensa. A presente pesquisa considerou como data de divulgação das demonstrações financeiras junto ao mercado, o dia em que o Boletim Diário de Informações (BDI) da BM&FBOVESPA evidenciou as referidas divulgações. Esta sistemática é semelhante à adotada por Leite e Sanvicente (1990) e Perobelli e Ness Jr. (2000). Adicionalmente, Perobelli e Ness Jr. (2000) comentam que as informações recebidas pela BM&FBOVESPA até o meio-dia são liberadas juntamente com aquelas recebidas após o meio-dia do dia anterior, podendo constar desta forma no BDI as duas datas de divulgação. Nestes casos, foi escolhida a data do dia anterior, por considerar que os investidores dispõem de outros canais para receberem em tempo real as informações contábeis da empresa (e.g. *website* das empresas, *website* da CVM, *website* da BM&FBOVESPA, entre outros).

3.4.2 Modelos de Mensuração do Retorno Anormal

Os testes de eficiência, em sua maioria, estão baseados na observação do processo de geração de retorno das ações. A variação do preço de uma ação é considerada anormal quando comparada a um padrão específico. Portanto faz-se necessário definir um método para mensurar o retorno anormal de uma ação antes que este possa ser medido. MacKinlay (1997) apresenta duas categorias de modelos: estatísticos e econômicos.

Os modelos estatísticos seguem as premissas puramente estatísticas e independem de argumentos econômicos. A principal premissa para esses modelos é que os retornos sejam i.i.d. (independentes e identicamente distribuídos) através do tempo. Por sua vez, os modelos econômicos dependem de pressupostos econômicos. Por exemplo: considerando a utilização do CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), o estudo deveria previamente considerar as premissas implícitas do modelo. O mesmo se aplicaria ao uso do APT (*Arbitrage Price Theory*).

MacKinlay (1997) comenta que os modelos econômicos de mensuração dos retornos anormais, principalmente o CAPM, foram muito difundidos na década de 70. Entretanto, o seu uso pela comunidade científica foi diminuindo ao longo do tempo, possivelmente pelas restrições impostas pelo modelo. Por esse motivo, o presente estudo opta pelos modelos estatísticos de mensuração dos retornos anormais. A próxima etapa consiste em escolher qual dos modelos estatísticos utilizar.

a) Modelo de Retornos Ajustados a Média

De acordo com Brown e Warner (1980), este modelo assume que o retorno $E(R_i)$, o retorno esperado (*ex ante*) de uma ação i , é igual a uma constante K_i . Esta constante assume valores diferentes para cada ação de um *portfólio* de mercado, podendo ser o retorno da ação no mês $t-1$, ou a média aritmética de retornos passados da ação i . Assim para um mês específico (t), o retorno anormal de uma ação i , AR_{it} , é a diferença entre o retorno observado (*ex post*) da ação, (R_{it}), e o retorno previsto (K_{it}). Este modelo pode ser representado matematicamente da seguinte forma:

$$AR_{it} = \varepsilon_{it} = R_{it} - K_{it}$$

b) Modelo de Retornos Ajustados ao Mercado

Para Brown e Warner (1980), este modelo assume que o retorno do mercado é a soma ponderada em relação ao volume financeiro negociado dos retornos das ações que o compõem. Desta forma, a relação entre o retorno esperado do mercado, $E(R_m)$, e o retorno esperado da ação i (*ex ante*), $E(R_i)$, é igual para todas as ações deste mercado, mas não necessariamente constante no tempo.

Isto significa que $E(R_{it}) = E(R_{mt}) = K_t$ para cada ação i . Desta forma, o retorno anormal para a ação i no período t , AR_{it} , é dado pela diferença entre o retorno observado desta ação e o retorno do mercado.

$$AR_{it} = \varepsilon_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

c) Modelo de Retornos Ajustados ao Risco e ao Mercado

MacKinlay (1997) aponta que esse modelo relaciona o retorno de um título com o retorno do portfólio de mercado. O pressuposto é que a esperança do erro seja igual a zero: $E(\varepsilon_{it}) = 0$

$$AR_{it} = \varepsilon_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

ou

$$AR_{it} = \varepsilon_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

Onde: AR_{it} é o retorno anormal da ação i no período t ; R_{it} é o retorno da ação i durante o período t ; R_{mt} é o retorno da carteira de mercado no dia t ; $E(R_{it})$ é o retorno esperado da ação i no dia t ; β_i é o parâmetro (coeficiente angular) da regressão linear dos retornos da ação i sobre os retornos do mercado, fora da janela do evento; ε_{it} é o resíduo da regressão do retorno da ação i sobre o retorno do mercado no dia t .

Brown e Warner (1980) destacam que não há diferença significativa entre a utilização dos modelos mais sofisticados em relação aos mais simples. No Brasil, Kloeckner (1995) e Soares *et al* (2002) testaram os modelos e concluíram que é indiferente ao pesquisador optar por um modelo ou outro para a detecção de retornos anormais.

Desta forma, o método considerado para a estimação dos retornos anormais foi o ajustado ao risco e ao mercado⁴⁰.

3.4.3 Procedimentos de Estimação dos Retornos Anormais

Uma vez determinado o método de mensuração dos retornos anormais a ser utilizado, a próxima etapa consiste em definir o período de estimação dos retornos esperados. Esta escolha está condicionada a percepção de se considerar um período de tempo que possa ser adequado para calcular os retornos esperados, e consequentemente, os retornos anormais. Foi considerado o período de 180 dias⁴¹ (-195 à -16) como sendo a janela de estimação para a mensuração do coeficiente linear e angular da regressão dos retornos esperados.

Considerando que se optou por utilizar o modelo ajustado ao risco e ao mercado para calcular os retornos anormais ($AR_{it} = \varepsilon_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$), devem-se descrever as variáveis do

⁴⁰ Entretanto, para o Período BR_GAAP/IFRS (2008 em diante) os retornos anormais também foram estimados pelo método de ajuste a média do mercado e a média da amostra. Estes dois métodos alternativos foram utilizados apenas para fornecer maior robustez aos resultados deste período.

⁴¹ É importante ressaltar que se trata de dias úteis, e não dias calendário.

modelo. Para o cálculo dos retornos observados (R_{it}) utilizou-se a forma logarítmica, que pressupõe um regime de capitalização contínua. A preferência pela fórmula logarítmica optou-se em função da distribuição das frequências dos retornos. Extraíndo-se o logaritmo natural da razão (P_{it}/P_{it-1}) a curva representativa da distribuição de frequência torna-se simétrica. Sendo que os testes estatísticos paramétricos exigem que se trabalhe com uma distribuição normal, a fórmula logarítmica de cálculo foi a mais adequada (SOARES *et al*, 2002).

$$R_{it} = \ln \left(\frac{P_{it}}{P_{it-1}} \right)$$

Onde: R_{it} é a taxa de retorno da ação i no dia t ; P_{it} é o preço nominal de fechamento da ação i na data t ;

Para calcular o retorno de mercado foi estabelecido um índice de bolsa de valores. De acordo com Assaf Neto (2009) o índice de bolsa de valores é um valor que mede o desempenho médio dos preços de uma suposta carteira de ações, refletindo o comportamento do mercado em determinado intervalo de tempo. Na presente pesquisa, o cálculo do retorno de mercado utilizou o Ibovespa. O Índice Bovespa é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. Sua relevância advém do fato do Ibovespa retratar o comportamento dos principais papéis negociados na BM&FBOVESPA e também de sua tradição, pois o índice manteve a integridade de sua série histórica e não sofreu modificações metodológicas desde sua implementação em 1968.

Desta forma o retorno de mercado foi mensurado também pela forma logarítmica.

$$R_{mt} = \ln \left[\frac{R_{mt}}{R_{m(t-1)}} \right]$$

Onde: R_{mt} é o retorno de fechamento do mercado no dia t ;

Os parâmetros (α e β) dos retornos esperados no período de estimação (-196, -16) foram obtidos em regressões lineares pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO).

A base de dados utilizada para a coleta dos preços das ações e do Ibovespa foi o Sistema Económica[®].

3.4.4 Procedimentos de Estimação dos Lucros Anormais

MacKinlay (1997) comenta que para facilitar a avaliação do impacto da divulgação das informações contábeis sobre o valor das empresas é necessário, inicialmente, estabelecer uma relação entre a informação divulgada e a expectativa da magnitude da mudança no valor da ação. Se o conteúdo informacional da informação divulgada é maior que o esperado, então o valor dos retornos deveria seguir o mesmo movimento, e aumentar. Por outro lado, se o valor do conteúdo informacional for inferior às expectativas do mercado, então os retornos deveriam cair. Para capturar essa associação, foram calculados os lucros anormais, que são as variações não antecipadas nos lucros das empresas.

O modelo utilizado para calcular os lucros anormais é o ingênuo. Este método, introduzido por Ball e Brown (1968) é amplamente utilizado nos estudos de eventos no Brasil (NESS JR., 1995; PROCIANOY; ANTUNES, 2001; PEROBELLI; NESS JR., 2001; SARLO NETO *et al*, 2005) e preconiza que a melhor estimativa para o valor atual do lucro é o seu valor anterior. Ou seja, o lucro anormal é a variação do lucro entre dois períodos. Assim sendo:

$$LA_{it} = Lucro_{it} - Lucro_{it-4}$$

Onde: LA_{it} é o lucro anormal da ação i no trimestre t ; $Lucro_{it}$ é o valor do lucro contábil da empresa i no trimestre t ; $Lucro_{it-4}$ é o valor do lucro contábil da empresa i no trimestre $t-4$.

Em defesa do modelo ingênuo, Ness Jr. (1995) constatou que o modelo ingênuo extrapolativo demonstrou ter a mesma capacidade preditiva que as previsões dos analistas de mercado. Além disso, outro impeditivo para se utilizar as previsões dos analistas é que nem todas as empresas da amostra são acompanhadas pelos analistas, o que significaria uma redução significativa da amostra.

Importante salientar que os lucros trimestrais são obtidos através de séries desagregadas de

lucros não consolidados, isto é, os lucros são referentes apenas ao trimestre vigente, não sendo cumulativos. Entende-se que o uso de séries cumulativas poderia enviesar os resultados, uma vez que parte da informação já é conhecida pelo mercado. Apenas uma parcela (do próprio trimestre) que ainda não foi divulgada é relevante.

3.4.5 Padronização dos Retornos Anormais

De acordo com Brown e Warner (1980, 1985), a variância dos retornos anormais médios aumenta em torno do dia do evento, podendo quase duplicar. Nestas condições viola-se a suposição da distribuição normal dos retornos anormais, ocasionando a perda de especificação dos testes estatísticos. Para evitar a dependência transversal (*cross-sectional*) que pode estar presente nas séries de retornos ajustados, calculou-se o desvio padrão σ_i dos retornos anormais. Desta forma, cada retorno ajustado apresenta a mesma variância. Este método é conhecido como retorno anormal padronizado SAR_{it} .

A representação matemática da padronização dos retornos anormais da ação i na data t , pode assim ser descrita:

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{\hat{S}(AR_{it})}$$

Sendo:

$$\hat{S}(AR_{it}) = \sqrt{\frac{\sum_{t=L_1}^{t=L_2} (AR_{it} - AR_i^*)^2}{L-1}}$$

$$AR_i^* = \frac{1}{L} \sum_{t=L_1}^{t=L_2} AR_{it}$$

Onde: SAR_{it} é o retorno anormal padronizado da ação i no período t ; AR_{it} é o retorno anormal ajustado ao risco e ao mercado da ação i no período t ; $\hat{S}(AR_{it})$ é o desvio padrão estimado de AR_{it} (na janela de estimação); AR_i^* é a média amostral da ação i no período de

estimação; L é o número de dias do período de estimação; L_1 e L_2 é o dia inicial e final do período de estimação.

3.4.6 Agregação dos Retornos Anormais

A agregação dos retornos anormais médios é de suma importância para resumir as medidas individuais descritas anteriormente⁴². Desta forma, devem-se agregar os resultados individuais de cada empresa a fim de se obter uma visão geral do fenômeno. Este procedimento é descrito por Brown e Warner (1980, 1985), MacKinlay (1997) e Binder (1998).

A agregação pode ocorrer ao longo do tempo para cada empresa, e *cross-section*. As agregações ao longo do tempo geraram as seguintes séries: retornos anormais cumulativos ($CAR_{i(t1,t2)}$) da empresa i no período de acumulação $t1$, $t2$; e, os retornos anormais cumulativos padronizados da empresa i no período de acumulação $t1$, $t2$ ($CSAR_{i(t1,t2)}$). Por sua vez, as agregações *cross-section* geraram os retornos anormais médios (AAR_t), os retornos anormais cumulativos médios ($CAAR_t$), o retorno anormal médio padronizados ($ASAR_t$), e o retorno anormal médio cumulativo padronizado ($CASAR_{t1,t2}$).

a) Acumulação dos Retornos Anormais:

A acumulação dos retornos anormais, descritos por Brown e Warner (1980) e MacKinlay (1997), durante o intervalo do evento com o objetivo de analisar os casos nos quais a reação do mercado difunde-se por alguns dias. O cálculo de acumulação é representado da seguinte forma:

$$CAR_{i(t_1,t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it}$$

Onde: $CAR_{i(t_1,t_2)}$ é a soma dos resíduos acumulados para a ação i desde a observação t_1 até a

⁴² Foram consideradas três janelas de evento: a primeira janela de 6 dias considerou o período compreendido entre os dias -5 e zero; a segunda, de 6 dias considerou o período compreendido entre os dias 0 e +5; e a terceira, de 11 dias considerou o período compreendido entre os dias -5 e +5. O critério de três janelas para o evento busca capturar imperfeições na reação do mercado diante do evento.

observação t_2 ; t_1 = observação inicial da ação i ; t_2 = observação final da ação i ;

b) Acumulação dos Retornos Anormais Padronizados:

De acordo com Dodd e Warner (1983) a acumulação dos retornos anormais padronizados da ação i para o período compreendido entre (t_1, t_2) é representada pelo somatório dos retornos anormais padronizados da ação i dividindo-se pela raiz do número de dias do período entre (t_1, t_2) , mais 1. Matematicamente o retorno ajustado padronizado cumulativo da ação i no período compreendido entre t_1 e t_2 é dado pela seguinte equação:

$$CSAR_{i(t_1, t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} SAR_{it} \times \frac{1}{\sqrt{t_2 - t_1 + 1}}$$

Onde: $CSAR_{i(t_1, t_2)}$ é o retorno ajustado padronizado cumulativo da ação i para o período de tempo compreendido entre t_1, t_2 ;

c) Agregação dos Retornos Anormais:

Os retornos anormais médios (AAR_t) são a média aritmética dos retornos anormais (AR_{it}) das N empresas na data t .

$$AAR_t = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} AR_{it}$$

Onde: AAR_t é o retorno anormal médio de N_t ações no período t ; N_t é o número de retornos anormais observados no dia t .

d) Acumulação dos Retornos Anormais Médios:

Por sua vez, os retornos anormais médios cumulativos são obtidos da seguinte forma:

$$CAAR_{[t_1, t_2]} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t$$

Onde: $CAAR_{[t_1, t_2]}$ é o retorno anormal médio cumulativo do período t_1 a t_2 ;

e) Agregação do Retorno Anormal Padronizado:

$$ASAR_t = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} SAR_{it}$$

onde:

$ASAR_t$ = o retorno anormal médio padronizado de N_t ações no período t ;

N_t = número de ações na amostra.

f) Acumulação do Retorno Anormal Médio Padronizado:

$$CASAR_{(t_1, t_2)} = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} CSAR_{i(t_1, t_2)}$$

onde:

$CASAR_{(t_1, t_2)}$ = o retorno anormal médio cumulativo padronizado do período t_1 a t_2 ;

N_t = número de ações na amostra.

3.4.7 Procedimentos de Testes

Esta etapa do estudo de eventos consiste em mensurar e analisar a significância estatística dos retornos anormais de cada ação. Brown e Warner (1985) apresentam o teste t ajustado para analisar a significância estatística das séries de retornos anormais. Adicionalmente, MacKinlay (1997) também sugere que se proceda a algum teste não paramétrico⁴³ para confirmar os resultados obtidos através do teste paramétrico. Desta forma, foram considerados

⁴³ Os testes não paramétricos mais usuais em estudos de eventos são: o teste dos sinais e o *rank test*. Além destes dois testes, Brown e Warner (1980) comentam sobre o Wilcoxon *Signed Rank Test* (Teste de Wilcoxon).

ambos os testes (teste t e *Wilcoxon Sign Rank Test*) para determinar a significância estatística dos retornos anormais⁴⁴.

Brown e Warner (1980) e MacKinlay (1997) sugerem a utilização de testes não paramétricos que confirme a validade das conclusões inicialmente obtidas por meio dos testes paramétricos. A utilização de testes não paramétricos se faz necessária quando a premissa de normalidade dos retornos anormais é violada; nestes casos, os testes paramétricos não são eficazes.

Para a aplicação do teste de *Wilcoxon* não é necessário supor que as populações originárias tenham a forma aproximada de distribuições normais. O teste pressupõe apenas que as populações sejam contínuas, para evitar empates.

Sejam X_A e X_B as observações, as amostras A e B , inicialmente calcula-se cada diferença entre X_A e X_B , posteriormente convertendo-as em valores absolutos $|X_A - X_B|$. Em seguida cria-se uma hierarquia (*rank*) destes valores absolutos, atribuindo ao menor valor a primeira posição. Após, atribui-se a cada *rank* o sinal original da diferença entre X_A e X_B . A etapa seguinte consiste em calcular a soma dos postos (W), que é definida abaixo:

$$W = \frac{n(n+1)}{2}$$

Onde: n é o número de observações da amostra.

Após define-se o desvio-padrão da soma dos postos (σ_w) e o valor de Z .

$$\sigma_w = \sqrt{\frac{n(n+1)(2n+1)}{6}}$$

$$Z = \frac{W - \mu_w}{\sigma_w}$$

⁴⁴ Para fins de concisão, optou-se em relatar apenas os resultados dos testes não paramétricos, por serem considerados mais robustos, uma vez que não dependem de uma distribuição normal.

Finalmente, as etapas finais (resultados empíricos e interpretações e conclusões) dos procedimentos do estudo de eventos estão incluídas do capítulo de Análise dos Resultados.

3.5 Modelando a Relevância das Informações Contábeis

Francis e Schipper (1999) definem relevância como sendo a habilidade das informações contábeis capturarem e resumizarem informações que afetam o valor da empresa. Considerando esta definição, será conduzido na presente pesquisa o estudo da relevância das informações contábeis examinando a associação estatística entre as variáveis contábeis e o valor de mercado da empresa através de regressões lineares múltiplas.

A literatura contábil apresenta algumas especificações de modelos econométricos para aplicar nestes estudos de associação. Easton (1999) comenta que os modelos que associam o preço (variável dependente) com variáveis contábeis de interesse (e.g. patrimônio líquido e lucros) são conhecidos como modelos de relevância ao nível de preço (*price-levels-regressions*). Por sua vez, os modelos que associam a variação dos preços/retornos (variável dependente) com estas variáveis contábeis de interesse são conhecidos como modelos de relevância ao nível de retorno (*returns regressions*).

Barth *et al* (2001, p.95) esclarece sobre as diferenças entre os modelos de relevância a nível de preço e a nível de retorno⁴⁵:

A principal distinção entre estudos que analisam a relevância a nível de preços e aqueles que examinam a relevância a nível de variações de preços, é que os primeiros estão interessados em determinar o que é refletido no valor da empresa, enquanto que os últimos estão interessados em determinar o que é refletido nas mudanças de valor ao longo de um período específico de tempo.

As vantagens e limitações destes métodos são abordadas por Easton e Harris (1991), Easton (1999), Brown *et al* (1999) e Easton e Sommers (2003). Considerando as limitações de cada método, Kothari e Zimmermann (1995) e Easton e Sommers (2003) sugerem que sejam aplicados ambos para ter-se maior robustez dos resultados. Desta forma, seguindo serão aplicados na presente pesquisa ambos os métodos.

⁴⁵ Tradução livre de: “The key distinction between value relevance studies examining price levels and those examining price changes, is that the former are interested in determining what is reflected in firm value and the latter are interested in determining what is reflected in change in value over a specific period of time”

3.5.1 Especificação do Modelo de Preço

A medida de relevância utilizada será o coeficiente de determinação (R^2 ajustado, doravante simplesmente R^2) dos modelos econométricos. Assim sendo, um elevado poder explicativo indica que para amostra considerada os valores de mercado estão satisfatoriamente refletidos ou contidos nas informações contábeis. Desta forma, a primeira especificação a ser contemplada é o modelo de preço. Esta especificação é baseada em Ohlson (1995).⁴⁶

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 PL_{it} + \beta_2 Lucro_{it} + \varepsilon_{it}$$

Onde P_{it} é o preço da ação i no tempo t , mensurada em março do ano $t+1$; PL_{it} é o valor do patrimônio líquido por ação da empresa i no período t ; $Lucro_{it}$ é o valor do resultado contábil por ação da empresa i no tempo t ; ε_{it} é o termo de erro da empresa i no período t .

Salienta-se que este modelo é conhecido pelos potenciais problemas oriundos do efeito escala (BROWN *et al*, 1999; EASTON; SOMMERS, 2003) que aumentam o R^2 e tornam as inferências inválidas. Neste sentido, é necessário escolher algum deflator para minimizar ou eliminar este problema. Novamente, não há um consenso acerca de qual o melhor deflator. Brown *et al* (1999) sugerem o preço defasado como a melhor alternativa para lidar com o efeito escala, enquanto que Easton (1998) aponta que o valor de mercado (*market capitalization*) e o preço por ação são medidas mais apropriadas para tratar com os efeitos de escala. Brown *et al* (1999) criticam que somente utilizar o número de ações como deflator (e.g preço por ação, patrimônio líquido por ação e lucro por ação) podem implicar em um R^2 elevado e enviesado, uma vez que o R^2 é positivamente correlacionado com o coeficiente de variação do fator de escala.⁴⁷

Desta forma, considerando os problemas advindos do efeito escala para o modelo de relevância que tem como variável dependente o preço, optou-se em adotar o critério sugerido

⁴⁶ Exemplos de estudos de relevância que se baseiam no modelo de Ohlson (1995): Collins *et al* (1997), Francis e Schipper (1999), Lev e Zarowin (1999). No Brasil se tem os estudos de Lopes (2001) e Lopes e Walker (2008).

⁴⁷ Considerando que o uso do número de ações pode conduzir a resultados errôneos, Brown *et al* (1999) replicaram os estudos de Collins *et al* (1997) e Francis e Schipper (1999), ajustando o efeito escala e encontram que os resultados destes estudos (que apontam um aumento na relevância da informação contábil ao longo dos anos) é simplesmente a não observância do efeito escala.

por Brown *et al* (1999) e deflacionar todas as variáveis pelo preço do período anterior (P_{t-1}). Assim a equação (11), abordada na página 36, é reescrita da seguinte forma:

$$\frac{P_{it}}{P_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{PL_{it}}{P_{it-1}} + \beta_2 \frac{Lucro_{it}}{P_{it-1}} + \varepsilon_{it}$$

Onde P_{it} é o preço da ação i no tempo t , deflacionado pelo preço do final do período $t-1$; PL_{it} é o valor do patrimônio líquido por ação da empresa i no período t , deflacionado pelo preço do final do período $t-1$; $Lucro_{it}$ é o valor do resultado contábil por ação da empresa i no tempo t , deflacionado pelo preço do final do período $t-1$; ε_{it} é o termo de erro da empresa i no período t .

Desta forma, acredita-se que o problema do efeito escala, que ocasiona a heterocedasticidade esteja controlado.

3.5.2 Especificação do Modelo de Retorno

Também foi considerado o modelo de retorno (retorno como variável dependente e lucro e variação do lucro como variáveis independentes) na análise da relação entre as informações contábeis e os valores de mercado das empresas. Kothari e Zimmermann (1995) e Easton e Sommers (2003) comentam que esta especificação é complementar ao modelo de preço. Entretanto, o objetivo do modelo de retorno é evidenciar o grau de associação entre as variações nos lucros em um determinado intervalo de tempo (e.g. anual, trimestral) e a variação nos preços (retorno) neste mesmo intervalo de tempo. Esta associação contemporânea captura se os lucros correntes influenciam os retornos correntes, sendo assim considerado como uma medida de tempestividade (*timeliness*) visto que os lucros podem influenciar os preços por um horizonte de tempo longo. Ou seja, o coeficiente de determinação e a significância estatística dos coeficientes desta especificação podem auxiliar a avaliar o grau com que os lucros capturam informações relevantes sobre a performance correntes das empresas refletidas nos retornos (LOPES, 2008).

Neste sentido, Easton (1998, p.399) comenta acerca do conceito de *timeliness*⁴⁸:

O conceito de tempestividade do resultado contábil é a medida da contemporaneidade da variação dos lucros reportados nas demonstrações financeiras e a mudança no valor de mercado. Isso difere do conceito de tempestividade das informações contábeis que diz respeito ao uso que o investidor faz da informação na fixação dos preços.

O modelo de preço não sofre dos problemas oriundos do efeito escala em função de todas as suas variáveis estarem deflacionadas pelo preço do período anterior, isto é, as variáveis estão em diferença (EASTON, 1999). Entretanto, o modelo de retorno também apresenta suas limitações. O reduzido valor do R^2 ainda é a maior preocupação dos pesquisadores.⁴⁹ Esta fraca relação entre retorno e variáveis contábeis pode ser explicada pelos efeitos dos preços anteciparem os resultados (*prices lead earnings*) e pelos resultados transitórios (KOTHARI, 2001).

A especificação do modelo de retorno considerada na pesquisa é similar a adotada nos estudos de Easton e Harris (1991), Francis e Schipper (1999) e Lopes e Walker (2008).

$$Ret_{it} = \beta_0 + \beta_1 Lucro_{it} + \beta_2 \Delta Lucro_{it} + \varepsilon_{it}$$

Onde Ret_{it} é o retorno da ação i no período t ; $Lucro_{it}$ é o valor do resultado contábil por ação da empresa i no tempo t , deflacionado pelo preço do início do período t ; $\Delta Lucro_{it}$ é o valor da variação do resultado contábil por ação da empresa i no tempo t , deflacionado pelo preço do início do período t ; ε_{it} é o termo de erro da empresa i no período t .

3.5.3 Especificação do Modelo de Relevância dos Ajustes de Reconciliação:

Antes de apresentar as especificações consideradas nesta abordagem, faz-se necessário apresentar, de forma sucinta, o contexto normativo no qual as empresas conduziram o seu processo de migração do padrão contábil local (BR_GAAP) para um padrão contábil híbrido (BR_GAAP/IFRS).

⁴⁸ Tradução livre de: “The concept of timeliness of the accounting summary is the extent to which value change as reported in the financial statements is contemporaneous with the change in market value. This differs from the concept of timeliness of accounting information that relates to the investor’s use of the information in setting prices.”

⁴⁹ Lev (1989) relata que ao longo de 20 anos de pesquisas acadêmicas em contabilidade e mercado de capitais, o coeficiente de determinação (R^2) das regressões de retorno são modestos, em torno de 5%.

A primeira etapa da adoção das normas IFRS no Brasil previu que as demonstrações contábeis anuais de 2008 incorporassem as modificações impostas pela Lei 11.638/07, Medida Provisória 449/08 e pelos Pronunciamentos emitidos pelo do CPC. Especificamente, o Pronunciamento CPC 13 (2008) requer, para fins de transparência, que as demonstrações contábeis dos exercícios de 2008 e 2007 sejam comparáveis entre si, ou seja, elaboradas de acordo com o mesmo regramento contábil. Desta forma torna-se necessário a republicação das demonstrações contábeis do ano de 2007, elaboradas como se a Lei 11.638/07 estivesse em vigor em 2007.

As exigências de ajustes trazidos pela Lei nº 11.638/07 e Medida Provisória nº 449/08 não se enquadram como mudança de circunstâncias, estimativas ou evento econômico subsequente, pois decorrem de processo normativo em direção às Normas Internacionais de Contabilidade. Assim, este Pronunciamento considera que os ajustes devem ser contabilizados de acordo com as disposições contábeis aplicáveis à mudança de critério (ou prática) contábil. A esse respeito, o § 1º do art. 186 da Lei nº 6.404/76 determina que os correspondentes ajustes iniciais devem ser contabilizados na conta de lucros ou prejuízos acumulados. A norma sobre “Práticas Contábeis, Mudanças nas Estimativas Contábeis e Correção de Erros” requer que, além de discriminar os efeitos da adoção da nova prática contábil na conta de lucros ou prejuízos acumulados, a entidade deve demonstrar o balanço de abertura para cada conta ou grupo de contas relativo ao período mais antigo apresentado para fins de comparação, bem como os demais valores comparativos apresentados, como se a nova prática contábil estivesse sempre em uso. (CPC 13, § 3).

Entretanto, no próprio artigo 3 do CPC 13 (2008), está prevista a flexibilização da obrigação de republicar as demonstrações contábeis de 2007 em IFRS, tornando-a facultativa.

Todavia, para fins da aplicação inicial da Lei nº. 11.638/07 e Medida Provisória nº 449/08, este Pronunciamento desobriga as entidades quanto à aplicação dessa norma, ou seja, ao aplicar a Lei pela primeira vez, as entidades são requeridas apenas a aplicar o § 1º do art. 186 acima referido. (CPC 13, § 3).

Ainda o artigo 4 do CPC (13) enfatiza que as empresas que optarem pela reapresentação das demonstrações contábeis de 2007 em IFRS podem contar com dispensas específicas, as quais os custos de elaboração superariam os benefícios.

Embora desobrigadas de reapresentação das cifras comparativas nos termos do item anterior, as entidades podem optar por efetuar essa reapresentação e, nesse caso, o presente Pronunciamento inclui dispensas específicas para evitar custos que, provavelmente, superariam os benefícios para os preparadores e os usuários de demonstrações contábeis, além de determinadas outras exceções por razões práticas. (CPC 13, § 4).

Desta forma, as empresas poderiam optar entre duas datas para fazer a transição entre o padrão contábil brasileiro (BR_GAAP) e o padrão contábil híbrido (BR_GAAP/IFRS). O

artigo 10 do CPC 13 (2008) aponta que as possíveis datas de transição são 01/01/2008 ou 01/01/2007.

A entidade deve elaborar balanço patrimonial inicial na *data de transição* para as novas práticas contábeis adotadas no Brasil, que é o ponto de partida para sua contabilidade de acordo com a Lei nº 11.638/07 e Medida Provisória nº 449/08. Esse balanço patrimonial inicial deve ser elaborado de acordo com os termos deste Pronunciamento. Por exemplo: para uma entidade que tem seu exercício social coincidente com o ano-calendário, a data-base das primeiras demonstrações contábeis elaboradas de acordo com as novas práticas contábeis adotadas no Brasil é 31 de dezembro de 2008. Nesse caso, a *data de transição* dependerá da opção feita pela entidade, constante dos itens 3 e 4, considerando que:

(a) se optar por seguir estritamente o § 1º do art. 186 da Lei nº 6.404/76, a *data de transição* será a abertura em 1º de janeiro de 2008 ou o encerramento em 31 de dezembro de 2007;

(b) se optar por reapresentar cifras comparativas ajustadas conforme a norma “Práticas Contábeis, Mudanças nas Estimativas Contábeis e Correção de Erros”, a *data de transição* será o início do exercício mais antigo apresentado, ou seja, a abertura em 1º de janeiro de 2007 ou o encerramento em 31 de dezembro de 2006. (CPC 13, §10)

Por fim, o CPC 13 (2008) requer que as empresas apresentem em notas explicativas os ajustes de reconciliação do resultado e do patrimônio líquido para suprir informações quanto a comparabilidade.

Apresentação do sumário das práticas contábeis modificadas, acompanhado de demonstração dos efeitos no resultado e no patrimônio líquido da adoção inicial da Lei nº. 11.638/07 e Medida Provisória nº 449/08, com a finalidade de suprir informações quanto à comparabilidade do resultado e do patrimônio líquido com os valores que seriam obtidos caso não tivessem existido essas modificações. Com isso fica dispensada a divulgação do balanço inicial ajustado. (CPC 13, § 56b).

Após estas considerações sobre as particularidades da adoção inicial das normas IFRS no Brasil, torna-se pertinente esclarecer os critérios considerados na presente pesquisa em relação aos ajustes de reconciliação do resultado e do patrimônio líquido. O Quadro 1 apresentam as três possibilidades foram encontradas nas empresas constantes na amostra da pesquisa:

Quadro 1: Datas de Transição do Pronunciamento CPC 13

Data de Transição	2008				2007			
	Lucro Líquido		Patrimônio Líquido		Lucro Líquido		Patrimônio Líquido	
	Lei 11638	Lei 6404	Lei 11638	Lei 6404	Lei 11.638	Lei 6404	Lei 11638	Lei 6404
01/01/2008	x	x	x	x				
01/01/2007					x	x	x	x
01/01/2007	x	x	x	x	x	x	x	x

Desta forma, as variáveis consideradas nas especificações de relevância dos ajustes de reconciliação foram assim determinadas:

- i. para as empresas que optaram pela data de transição em 01/01/2008, foi considerado na pesquisa os ajustes de reconciliação do ano de 2008;
- ii. para as empresas que optaram pela data de transição em 01/01/2007, foi considerado na pesquisa os ajustes de reconciliação apenas de 2007, consideram-se estes valores;
- iii. para as empresas que optaram pela data de transição em 01/01/2007 e apresentaram os ajustes de reconciliação em 2008 e 2007, foi considerado na pesquisa apenas os valores de 2008.

Este procedimento de considerar preferencialmente o valor dos ajustes de reconciliação do ano de 2008, e na falta destes, os do ano de 2007 deve-se ao fato de que os usuários da informação contábil, independentemente do período em que ocorreram os ajustes (2007 ou 2008), ficaram sabendo desta nova informação somente na divulgação da demonstração anual de 2008.⁵⁰

Assim, com o objetivo de investigar a relevância dos ajustes contábeis de reconciliação do lucro líquido e do patrimônio líquido das empresas que participaram da amostra da pesquisa, procedeu-se a especificação de relevância a nível de preço. Salienta-se que esta especificação está baseada em Ohlson (1995) e inclui as variáveis de ajuste de reconciliação, conforme Horton e Serafeim (2009).

$$\frac{P_{it}}{P_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{PL_{it}^{11.638}}{P_{it-1}} + \beta_2 \frac{Lucro_{it}^{11.638}}{P_{it-1}} + \beta_3 \frac{PL_{it}^{11.638-6.404}}{P_{it-1}} + \beta_4 \frac{Lucro_{it}^{11.638-6.404}}{P_{it-1}} \varepsilon_{it}$$

Onde P_{it} é o preço da ação i no tempo t , deflacionado pelo preço do final do período $t-1$; $PL_{it}^{11.638}$ é o valor do patrimônio líquido por ação da empresa i no período t , deflacionado pelo preço do final do período $t-1$; $Lucro_{it}^{11.638}$ é o valor do resultado contábil por ação da empresa i no tempo t , deflacionado pelo preço do final do período $t-1$; $PL_{it}^{11.638-6.404}$ é o ajuste de reconciliação do patrimônio líquido da Lei 11.638/07 em relação a Lei 6.404/76, deflacionado pelo preço do final do período $t-1$; $Lucro_{it}^{11.638-6.404}$ é o ajuste de reconciliação do lucro líquido

⁵⁰ Este procedimento é diferente do relatado por Horton e Serafeim (2009). Na Inglaterra as empresas há haviam divulgado o resultado contábil do ano de 2004, e com a migração para as normas IFRS estas empresas tiveram que reapresentar estas mesmas informações que refletiram os mesmos eventos econômicos, mas no padrão IFRS.

da Lei 11.638/07 em relação a Lei 6.404/76, deflacionado pelo preço do final do período $t-1$; ε_{it} é o termo de erro da empresa i no período t .

A segunda especificação de relevância é o modelo de retorno. Este modelo, assim como o de preço está fundamentado no modelo de avaliação de Ohlson (1995) e inclui a variável do ajuste de reconciliação do lucro líquido.

$$Ret_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Lucro_{it}^{11.638} + \beta_2 \Delta Lucro_{it}^{11.638} + \beta_3 Lucro_{it}^{11.638-6.404} + \varepsilon_{it}$$

Onde Ret_{it} é o retorno da ação i no período t ; $Lucro_{it}^{11.638}$ é o valor do resultado contábil por ação da empresa i no tempo t , deflacionado pelo preço do início do período t ; $\Delta Lucro_{it}^{11.638}$ é a variação do valor do resultado contábil por ação da empresa i no tempo t , deflacionado pelo preço do início do período t ; $Lucro_{it}^{11.638-6.404}$ é o ajuste de reconciliação do lucro líquido da Lei 11.638/07 em relação a Lei 6.404/76; ε_{it} é o termo de erro da empresa i no período t .

Por fim, salienta-se que foram excluídos de todas as variáveis das especificações dos modelos de relevância (preço e retorno) os valores considerados extremos (1% maior e 1% menor).⁵¹ Este critério foi aplicado sobre cada variável dos modelos durante todo o período do estudo. Este procedimento objetiva tornar os resultados mais robustos, uma vez que retira o efeito de valores extremos.

3.6 Coleta dos Dados

Os dados utilizados nas técnicas empíricas (estudo de eventos e estudos de associação) foram coletados de diversas fontes, como: Boletim Diário de Informações da BM&FBOVESPA (BDI), Banco de Dados do Sistema Económica[®], *Brazilian Corporate Governance Index*,

⁵¹ Este procedimento aplicou-se as variáveis já tratadas para o efeito escala (deflacionadas). Assim sendo foram excluídos os valores considerados extremos (1% maior e 1% menor das seguintes variáveis): preço, lucro, patrimônio líquido (modelo de preço); retorno, lucro, variação do lucro (modelo de retorno). Para as especificações de ajustes de reconciliação, que incluem as variáveis “ajustes do lucro líquido” e “ajustes do patrimônio líquido” procedeu-se a exclusão de 5% dos valores maiores e 5% dos valores menores. Este procedimento diferenciado deveu-se a reduzida quantidade de observações destas variáveis, que inviabilizou aplicar o corte de 1% dos valores menores e maiores. Entretanto, salienta-se a necessidade de realizar este procedimento, visto a detecção de valores extremos que poderiam enviesar os resultados.

Website da BM&FBOVESPA. O Quadro 2 demonstra sinteticamente os dados, bem como o período de coleta e a fonte utilizada:

Quadro 2: Fonte dos Dados Utilizados na Pesquisa

Hipótese	Técnica Empírica	Dados	Período	Frequência	Fonte
H1	Estudo de Eventos	Data do Evento	1995 a 2009	Trimestral e Anual	BDI
		Preço (cotação)	1995 a 2009	Diária	Economática®
		Índice Ibovespa (cotação)	1995 a 2009	Diária	Economática®
		BCGI	1998 a 2006	Bianual	(LOPES, 2008)
		Taxa livre de Risco (poupança)	1995 a 2009	Trimestral e Anual	Economática®
H2	Relevância	Preço (cotação)	1995 a 2009	Diária	Economática®
		Lucro Líquido	1995 a 2009	Trimestral e Anual	Economática®
		Patrimônio Líquido	1995 a 2009	Trimestral e Anual	Economática®
H3	Relevância dos Ajustes de Reconciliação	Ajuste de Reconciliação do Lucro Líquido	2008	Anual	<i>Website</i> da BM&FBOVESPA
		Ajuste de Reconciliação do Patrimônio Líquido	2008	Anual	<i>Website</i> da BM&FBOVESPA

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Este estudo se propôs a mensurar e analisar se houve aumento na relevância das informações contábeis a partir da adoção inicial das normas internacionais de contabilidade no Brasil. De forma específica, buscou-se analisar esta questão sobre três perspectivas distintas. A primeira perspectiva, com um enfoque de curto prazo, analisa a reação do mercado de capitais brasileiro associada à divulgação das demonstrações contábeis em três momentos distintos: antes, durante e após a transição do padrão contábil brasileiro para o padrão híbrido. Para tanto, a metodologia mais adequada e amplamente utilizada na literatura contábil para atingir este objetivo é o estudo de eventos. Esta técnica empírica avalia se o mercado de capitais se surpreendeu com a divulgação de uma informação, ou conjunto de informações específico. Se tratando desta pesquisa, a informação a ser mensurada é a divulgação das demonstrações contábeis no Brasil, elaborada em dois padrões contábeis distintos. Adiciona-se a esta questão, a busca por tratar as empresas analisadas de forma heterogênea, conforme sugerido por Holthausen (2003) e Lopes e Walker (2008). Assim sendo, nesta primeira perspectiva ocorre a segmentação da amostra da pesquisa de acordo com alguns sinalizadores que indicam uma maior propensão das empresas em fornecer informações contábeis de maior qualidade, independente do regramento contábil do Brasil. Ou seja, intentou-se relacionar se os incentivos que as empresas têm para serem mais informativas mitiga o impacto da adoção de um padrão contábil de maior qualidade (IFRS).

A segunda perspectiva contemplada na pesquisa endereça a uma análise de longo prazo, entre a associação de variáveis contábeis e variáveis de mercado. Esta análise ocorreu de duas formas distintas, mas complementares. Através da investigação da associação entre as informações contábeis (lucro e patrimônio líquido) e o preço, buscou-se identificar se a adoção de um padrão contábil de maior qualidade no Brasil (IFRS), mesmo tratando-se de uma adoção considerada parcial, aumenta o nível de associação entre estas variáveis contábeis e o preço. Ocorrendo isto, denota-se que a relevância da informação contábil para o usuário, especificamente o investidor, aumentou. De forma complementar, também foi analisada a relevância da informação contábil, mas com uma modelagem econométrica distinta. Trata-se do modelo de retorno, ou *timeliness*. Esta especificação relaciona a associação entre os

retornos contemporâneos e os lucros e variação dos lucros correntes. Ou seja, o quanto os lucros correntes explicam os retornos correntes.

Por fim, a terceira perspectiva, inspirou-se na análise da relevância dos números contábeis em um momento específico, que é a divulgação dos ajustes de reconciliação do lucro e do patrimônio líquido nas demonstrações contábeis no período de transição entre o padrão contábil brasileiro e as normas IFRS. Esta linha de investigação foi predominante na Europa, em função de haver um conjunto de países obrigados a migrar para um padrão contábil único (IFRS). Entretanto, para o Brasil, devido a uma série de particularidades no processo de convergência para as normas IFRS, torna-se um caso oportuno para se analisar. Salienta-se que os modelos econométricos para verificar esta associação são similares aos adotados na segunda perspectiva (relevância e *timeliness*).

De forma resumida, o Quadro 3 apresenta como estas três perspectivas são abordadas neste capítulo.

Quadro 3: Síntese das Hipóteses da Pesquisa

Seção	Hipótese	Abordagem	Metodologia	Modelo
4.1	H1	Reação do Mercado de Capitais	Estudo de Eventos	Retorno Anormal
4.2.1	H2	Relevância da Informação Contábil	Regressões <i>Pooled</i> OLS	Modelo de Preço
				Modelo de Retorno
4.2.2	H3	Relevância dos Ajustes de Reconciliação	Regressões <i>Pooled</i> OLS	Modelo de Preço
				Modelo de Retorno

4.1 Estudo de Eventos

4.1.1 Reação do Mercado para a Amostra Total

A amostra da pesquisa, denominada de “Amostra Total”, foi composta por 2.277 observações empresas-trimestres, contemplando as empresas que participaram da carteira teórica do Ibovespa durante o período de 1995 a 2009. A Tabela 5 apresenta a estatística descritiva dos retornos anormais médios da amostra total, segregados em três momentos distintos: Período Total (1995 a 2009); Período BR_GAAP (1995 a 2007); e, Período BR_GAAP/IFRS (2008 a 2009). Destaca-se que no dia do evento (divulgação das demonstrações contábeis), em média, as empresas apresentaram um retorno anormal de -0,1%. Este valor, se analisado de forma

isolada, pode conduzir a conclusões errôneas. Ball e Brown (1968), percebendo que se mantivessem os retornos anormais positivos e negativos na mesma carteira, ambos poderiam ser compensados, ou até mesmo anularem-se totalmente. Para evitar essa distorção, os autores segregaram os retornos anormais em duas carteiras: positivos e negativos.

De forma similar a Ball e Brown (1968) e MacKinlay (1997), procedeu-se a segregação dos retornos anormais em carteiras. Entretanto, ao invés de se separá-los de acordo com o sinal, optou-se por segregá-los de acordo com o sinal dos lucros anormais⁵². Para as empresas cuja variação no resultado contábil (lucro ou prejuízo) no padrão contábil vigente no trimestre “*t*” em relação ao mesmo trimestre “*t*” do ano anterior for positiva, são consideradas como sendo “Boas Notícias”, pois surpreenderam o mercado positivamente em relação ao resultado esperado. Caso a variação no resultado contábil (lucro ou prejuízo) no padrão contábil vigente no trimestre “*t*” em relação ao mesmo trimestre “*t*” do ano anterior for negativa, são consideradas como sendo “Más Notícias”, pois surpreenderam o mercado negativamente em relação ao resultado esperado.

Com essa percepção, ao analisar novamente a Tabela 5, pode-se verificar que a média dos retornos anormais no dia do evento para a subamostra de empresas que apresentaram “Boas Notícias” ao mercado foi de 0,24%, o que equivale, para fins de comparação a 82,96% ao ano, considerando-se que os retornos fossem i.i.d. ao longo de 1 ano (252 dias úteis). Por sua vez, a subamostra “Más Notícias” apresenta retornos anormais médios em torno de -0,49%, o que equivaleria em uma capitalização anual a -242,73%, evidenciando que as más notícias são penalizadas de forma mais intensa pelos investidores. Um fato que se destaca em ambas as amostras e em todos os períodos são os elevados desvios-padrões dos retornos anormais médios (por exemplo: 3,05% para a Amostra Total no período total), o que sinaliza a grande heterogeneidade no comportamento dos retornos anormais da amostra total (107 diferentes ações em 57 trimestres).

Os valores das estatísticas descritivas dos retornos anormais da amostra total nos períodos BR_GAPP (1995 a 2007) e BR_GAAP/IFRS (2008 e 2009) se mantiveram muito próximos dos encontrados no Período Total (1995 a 2009). Destaca-se que o número de observações para o Período BR_GAAP/IFRS representa em torno de 12% do número de observações do

⁵² No capítulo da metodologia é detalhada a forma do cálculo do lucro anormal.

Período BR_GAAP. Este fato é esperado, visto que se tem apenas 5 trimestres neste período, contra 52 trimestres do período BR_GAAP.

Tabela 5 – Estatística Descritiva dos Retornos Anormais Médios da Amostra Total

Período	Amostra	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo	Perc. 1	Perc. 99	Obs.
TOTAL	Total	-0,0010	-0,0011	0,0305	-0,2031	0,1877	-0,0806	0,0781	2.277
	Boas Notícias	0,0024	0,0016	0,0305	-0,2031	0,1877	-0,0738	0,0831	1.224
	Más Notícias	-0,0049	-0,0039	0,0301	-0,1951	0,1814	-0,0901	0,0733	1.053
BR_GAAP	Total	-0,0010	-0,0012	0,0302	-0,2031	0,1877	-0,0806	0,0757	2.026
	Boas Notícias	0,0024	0,0012	0,0300	-0,2031	0,1877	-0,0688	0,0781	1.116
	Más Notícias	-0,0050	-0,0042	0,0300	-0,1951	0,1814	-0,0901	0,0733	910
BR_GAAP/IFRS	Total	-0,0010	0,0001	0,0331	-0,1236	0,1494	-0,0771	0,0864	251
	Boas Notícias	0,0030	0,0037	0,0352	-0,0854	0,1494	-0,0771	0,1022	108
	Más Notícias	-0,0041	-0,0023	0,0312	-0,1236	0,0858	-0,0712	0,0763	143

Esta tabela apresenta a estatística descritiva dos retornos anormais médios diários (AAR_{it}) no dia da divulgação (dia do evento – dia zero) das demonstrações contábeis trimestrais das empresas brasileiras de capital aberto que participaram da carteira teórica do Ibovespa nos períodos analisados. Os AAR_{it} foram mensurados pela diferença entre o retorno da ação “i” no dia “t” menos o seu retorno esperado, estimado pelo modelo de retorno ajustado ao risco e ao mercado ($AR_{it} = \varepsilon_{it} = R_{it} - [\alpha_0 + \beta_i R_{mt}]$). O período da pesquisa é de 1995 a 2009. O estudo de evento foi segregado em 3 períodos distintos: i) “Período Total”, contempla os anos de 1995 a 2009 e compreende 57 trimestres (foram excluídos da amostra os três primeiros trimestres de 2008 por ser considerado um período intermediário entre o padrão contábil BR_GAAP e a aplicação dos pronunciamentos do CPC); ii) “Período BR_GAAP”, que compreende 52 trimestres (1995:1 a 2007:4); e, iii) “Período BR_GAAP/IFRS”, que compreende 5 trimestres (2008:4 a 2009:4). Adicionalmente, a amostra também foi segregada em 3 dimensões: i) “Total” – inclui todos os eventos, independente de representarem “boas” ou “más” notícias; ii) “Boas Notícias”: compreende as observações das empresas-trimestre cuja variação no resultado contábil (lucro ou prejuízo) no trimestre “t” em relação ao mesmo trimestre “t” do ano anterior é positiva (no padrão contábil vigente do período da amostra); caso contrário, são “Más Notícias” (iii). O AAR é mensurado conforme Brown e Warner (1985) e MacKinlay (1997).

Em relação à significância estatística dos retornos anormais médios (AAR_{it}) no período que circunda o dia da divulgação das demonstrações contábeis, a Tabela 6 apresenta de forma resumida o seu comportamento no período de 11 dias (-5, +5). Os resultados da “Amostra Total” para o período de 1995 a 2009 (Período Total), bem como para os de 1995 a 2007 (Período BR_GAAP) e de 2008 a 2009 (Período BR_GAAP/IFRS) não evidenciaram que o mercado de capitais se surpreendeu com o conteúdo informacional das demonstrações contábeis, pois os valores não apresentaram significância estatística ao nível de 5%.

Entretanto, ao proceder à segregação dos retornos anormais em carteiras de “Boas Notícias” e “Más Notícias”, é possível visualizar que a informação contábil divulgada possui um conteúdo informacional que impacta positivamente (subamostra com boas notícias) e negativamente (subamostra com más notícias) o mercado de capitais no Período Total e no Período BR_GAAP. Isto é, as demonstrações contábeis apesar de competirem com outras fontes informacionais muito mais ágeis e dinâmicas (e.g. relatórios de analistas de mercado,

agências de notícias, etc.) conseguem contribuir com informações relevantes ao mercado de capitais. Esses resultados são coerentes com os encontrados por Francis, Schipper e Vincent (2002), que a investigaram se os relatórios dos analistas de mercado reduziriam ou até mesmo eliminariam a utilidade dos demonstrativos contábeis. Baseado nos seus resultados, os autores concluem que as informações contábeis e os relatórios dos analistas são complementares, e não substitutos, em trazer novas informações aos investidores.

Em relação ao Período BR_GAAP/IFRS, não foi possível encontrar evidências nas amostras (Total - Boas Notícias – Más Notícias) que o conteúdo das demonstrações contábeis impacta o preço das ações. Este resultado, de forma geral, não permite concluir, que de forma geral, o conteúdo informacional da Amostra Total aumentou após o início do processo de convergência para as normas internacionais de contabilidade (IFRS) ⁵³.

⁵³ Buscando a maior confiabilidade nos resultados dos retornos anormais médios, procedeu-se a sua padronização, com a finalidade distribuir equitativamente as variâncias ao longo da janela do evento (-15, +15). A metodologia utilizada foi a de Patell (1976). Desta forma procurou-se uma medida mais conservadora que eliminasse os possíveis vieses oriundos do aumento da variância dos retornos anormais próximos à data do evento. Por motivo de concisão dos resultados, os mesmos encontram-se nos Apêndices 3 em diante. Em geral, os resultados obtidos pela metodologia de padronização dos retornos anormais são similares aos resultados relatados, o que os tornam mais robustos.

Tabela 6 – Retornos Anormais Médios (AAR) da Amostra Total

Amostra	Dia	PERÍODO TOTAL				PERÍODO BR_GAAP				PERÍODO BR_GAAP/IFRS			
		AAR	Estatística-Z		Obs.	AAR	Estatística-Z		Obs.	AAR	Estatística-Z		Obs.
			Valor	Prob.			Valor	Prob.			Valor	Prob.	
TOTAL	-5	-0,0009	-2,55	0,01 *	2.269	-0,0010	-2,51	0,01 *	2.018	-0,0002	-0,59	0,55	251
	-4	0,0005	0,06	0,95	2.271	0,0004	-0,14	0,89	2.020	0,0013	0,55	0,58	251
	-3	-0,0001	-1,18	0,24	2.259	-0,0002	-1,14	0,25	2.008	0,0008	-0,34	0,73	251
	-2	0,0004	-0,11	0,91	2.267	0,0004	-0,13	0,90	2.016	0,0007	0,14	0,89	251
	-1	0,0001	-0,31	0,76	2.270	-0,0001	-0,64	0,52	2.019	0,0010	1,02	0,31	251
	0	-0,0010	-1,78	0,08	2.277	-0,0010	-1,63	0,10	2.026	-0,0010	-0,69	0,49	251
	1	-0,0005	-2,19	0,03 *	2.268	-0,0004	-1,91	0,06	2.017	-0,0011	-1,25	0,21	251
	2	-0,0003	-1,92	0,05	2.269	-0,0001	-1,35	0,18	2.018	-0,0023	-1,99	0,05 *	251
	3	-0,0004	-1,55	0,12	2.273	-0,0004	-1,38	0,17	2.022	0,0001	-0,81	0,42	251
	4	0,0002	-0,92	0,36	2.264	-0,0003	-1,94	0,05	2.013	0,0042	2,89	0,00 **	251
BOAS NOTÍCIAS	-5	-0,0003	-0,96	0,34	1.221	-0,0002	-0,67	0,50	1.113	-0,0014	-1,08	0,28	108
	-4	0,0012	0,29	0,77	1.222	0,0011	0,15	0,88	1.114	0,0019	0,50	0,62	108
	-3	-0,0002	-1,02	0,31	1.216	-0,0004	-1,20	0,23	1.108	0,0017	0,46	0,64	108
	-2	0,0010	1,26	0,21	1.218	0,0010	1,41	0,16	1.110	0,0002	-0,27	0,79	108
	-1	0,0011	1,17	0,24	1.222	0,0010	0,85	0,40	1.114	0,0025	1,13	0,26	108
	0	0,0024	2,86	0,00 **	1.224	0,0024	2,71	0,01 **	1.116	0,0030	0,85	0,40	108
	1	0,0000	-0,82	0,41	1.220	0,0002	-0,38	0,70	1.112	-0,0024	-1,58	0,11	108
	2	-0,0004	-1,11	0,27	1.222	0,0000	-0,51	0,61	1.114	-0,0043	-2,14	0,03 *	108
	3	0,0002	-0,60	0,55	1.223	0,0002	-0,54	0,59	1.115	0,0000	-0,30	0,77	108
	4	-0,0014	-2,97	0,00 **	1.219	-0,0018	-3,51	0,00 **	1.111	0,0029	1,39	0,16	108
MÁS NOTÍCIAS	-5	-0,0017	-2,69	0,01 **	1.048	-0,0020	-2,93	0,00 **	905	0,0008	0,28	0,78	143
	-4	-0,0002	-0,27	0,79	1.049	-0,0004	-0,41	0,68	906	0,0009	0,26	0,79	143
	-3	0,0001	-0,65	0,52	1.043	0,0000	-0,38	0,70	900	0,0002	-0,85	0,40	143
	-2	-0,0002	-1,46	0,14	1.049	-0,0004	-1,66	0,10	906	0,0010	0,42	0,67	143
	-1	-0,0012	-1,69	0,09	1.048	-0,0013	-1,86	0,06	905	-0,0002	0,31	0,76	143
	0	-0,0049	-5,70	0,00 **	1.053	-0,0050	-5,44	0,00 **	910	-0,0041	-1,75	0,08	143
	1	-0,0011	-2,35	0,02 *	1.048	-0,0012	-2,43	0,02 *	905	-0,0001	-0,28	0,78	143
	2	-0,0003	-1,64	0,10	1.047	-0,0002	-1,45	0,15	904	-0,0007	-0,79	0,43	143
	3	-0,0010	-1,62	0,10	1.050	-0,0012	-1,44	0,15	907	0,0002	-0,78	0,44	143
	4	0,0021	1,79	0,07	1.045	0,0016	0,93	0,35	902	0,0052	2,59	0,01 **	143
MÁS NOTÍCIAS	5	0,0008	-0,02	0,98	1.049	0,0007	-0,36	0,72	906	0,0020	1,10	0,27	143

Esta tabela apresenta os testes de significância estatística para os retornos anormais médios diários (AAR), mensurados pela diferença entre o retorno da ação “i” no dia “t” menos o seu retorno esperado, estimado pelo modelo de retorno ajustado ao risco e ao mercado ($AR_{it} = \varepsilon_{it} = R_{it} - [\alpha_0 + \beta_i R_{mt}]$), para o período de 11 dias em torno da data da divulgação das demonstrações financeiras trimestrais (dia do evento) das empresas brasileiras de capital aberto que participaram da carteira teórica do Ibovespa nos períodos analisados. O período da pesquisa é de 1995 a 2009, sendo que a amostra total é composta por 2.277 observações de empresas-trimestre, dependendo da disponibilidade de informações em cada dia em torno do dia do evento. O estudo de evento foi segregado em 3 períodos distintos: i) “Período Total”, contempla os anos de 1995 a 2009 e compreende 57 trimestres; ii) “Período BR_GAAP”, que compreende 52 trimestres (1995:1 a 2007:4); e, iii) “Período BR_GAAP/IFRS”, que compreende 5 trimestres (2008:4 a 2009:4). Adicionalmente, a amostra também foi segregada em 3 dimensões: i) Total – inclui todos os eventos, independente de representarem “boas” ou “más” notícias; ii) Boas Notícias: compreende as observações das empresas-trimestre cuja variação no resultado contábil (lucro ou prejuízo) no trimestre “t” em relação ao mesmo trimestre “t” do ano anterior é positiva (no padrão contábil vigente do período da amostra); caso contrário, são consideradas “Más Notícias”(iii). O AAR é mensurado conforme Brown e Warner (1985) e MacKinlay (1997). A Estatística Z para o AAR foi calculada de acordo com Wilcoxon (1945). *, ** indicam nível de significância (bicaudal) ao nível de 5% e de 1%, respectivamente.

Uma vez percebida a não significância estatística dos retornos anormais para o período de interesse da pesquisa (BR_GAAP/IFRS), buscou-se trazer mais luz para este fato. Num primeiro momento, a reflexão recaiu sobre a estimação do parâmetro beta (β_i) da regressão dos retornos esperados. Lembrando que os retornos anormais são obtidos através da diferença entre o retorno real observado e o retorno estimado na janela de estimação. Ou seja, ($AR_{it} = \varepsilon_{it} = R_{it} - [\alpha_0 + \beta_i R_{mt}]$). O modelo de mensuração dos retornos esperados é o ajustado ao risco e ao mercado, amplamente utilizado pela literatura de estudo de eventos. O parâmetro beta foi calculado no período de 180 dias que antecede ao evento (-196, -16 dias). É possível, que em função da crise norte-americana, que teve seu maior impacto justamente no período da amostra “BR_GAAP/IFRS”, os betas calculados para os eventos de 2008 e 2009 carreguem uma forte influência deste período conturbado.

Assim sendo, novas formas de estimação dos retornos anormais que não estejam relacionadas ao risco específico das empresas (beta) foram consideradas. A literatura aponta dois modelos alternativos para cálculo dos retornos anormais: o modelo ajustado para a média do mercado, e o ajustado para a média do portfólio (amostra). Salienta-se que ambos os modelos independem do coeficiente beta das empresas.

A Tabela 7 apresenta de forma comparativa os resultados dos três modelos de mensuração dos retornos anormais especificamente para o Período BR_GAAP/IFRS (2008 a 2009). Pode-se perceber que nos três modelos os valores encontrados não apresentam significância estatística na data da divulgação das demonstrações contábeis (dia do evento).

Tabela 7 – Retornos Anormais Médios da Amostra Total – Período BR_GAAP/IFRS

Amostra	Dia	Modelo Ajustado ao Risco e ao Mercado			Modelo Ajustado para a Média do Mercado			Modelo Ajustado para a Média da Amostra			Obs.
		AAR	Estatística Z		AAR	Estatística Z		AAR	Estatística Z		
			Valor	Prob.		Valor	Prob.		Valor	Prob.	
TOTAL	-5	-0,0002	-0,59	0,55	-0,0004	-0,32	0,75	0,0006	0,23	0,82	251
	-4	0,0013	0,55	0,58	-0,0001	-0,55	0,58	0,0007	-0,10	0,92	251
	-3	0,0008	-0,34	0,73	0,0002	-0,82	0,41	0,0004	-0,63	0,53	251
	-2	0,0007	0,14	0,89	0,0003	0,05	0,96	0,0002	-0,13	0,90	251
	-1	0,0010	1,02	0,31	0,0004	0,34	0,73	0,0006	0,52	0,60	251
	0	-0,0010	-0,69	0,49	-0,0007	-0,52	0,60	-0,0011	-0,68	0,50	251
	1	-0,0011	-1,25	0,21	-0,0022	-2,07	0,04 *	-0,0012	-1,56	0,12	251
	2	-0,0023	-1,99	0,05 *	-0,0033	-2,64	0,01 **	-0,0020	-1,79	0,07	251
	3	0,0001	-0,81	0,42	-0,0007	-1,54	0,12	0,0006	-0,52	0,60	251
	4	0,0042	2,89	0,00 **	0,0038	1,98	0,05 *	0,0039	2,32	0,02 *	251
	5	0,0017	0,57	0,57	0,0012	-0,06	0,95	0,0017	0,31	0,76	251
BOAS NOTÍCIAS	-5	-0,0014	-1,08	0,28	-0,0013	-0,81	0,42	-0,0003	-0,51	0,61	108
	-4	0,0019	0,50	0,62	0,0009	0,11	0,91	0,0010	0,16	0,87	108
	-3	0,0017	0,46	0,64	0,0007	-0,11	0,91	0,0019	0,52	0,60	108
	-2	0,0002	-0,27	0,79	0,0009	0,36	0,72	0,0012	0,35	0,73	108
	-1	0,0025	1,13	0,26	0,0027	1,18	0,24	0,0028	1,29	0,20	108
	0	0,0030	0,85	0,40	0,0036	1,09	0,27	0,0036	1,04	0,30	108
	1	-0,0024	-1,58	0,11	-0,0022	-1,62	0,11	-0,0010	-1,24	0,21	108
	2	-0,0043	-2,14	0,03 *	-0,0042	-1,97	0,05 *	-0,0031	-1,73	0,08	108
	3	0,0000	-0,30	0,77	-0,0004	-0,51	0,61	0,0009	0,32	0,75	108
	4	0,0029	1,39	0,16	0,0032	1,45	0,15	0,0033	1,60	0,11	108
	5	0,0014	-0,39	0,70	0,0010	-0,39	0,70	0,0015	-0,25	0,81	108
MÁS NOTÍCIAS	-5	0,0008	0,28	0,78	0,0002	0,28	0,78	0,0012	0,80	0,42	143
	-4	0,0009	0,26	0,79	-0,0009	-0,74	0,46	0,0005	-0,20	0,84	143
	-3	0,0002	-0,85	0,40	-0,0002	-1,01	0,31	-0,0007	-1,31	0,19	143
	-2	0,0010	0,42	0,67	-0,0001	-0,20	0,84	-0,0005	-0,44	0,66	143
	-1	-0,0002	0,31	0,76	-0,0014	-0,62	0,54	-0,0012	-0,58	0,56	143
	0	-0,0041	-1,75	0,08	-0,0039	-1,62	0,10	-0,0046	-1,87	0,06	143
	1	-0,0001	-0,28	0,78	-0,0022	-1,39	0,17	-0,0014	-1,03	0,30	143
	2	-0,0007	-0,79	0,43	-0,0026	-1,80	0,07	-0,0011	-0,86	0,39	143
	3	0,0002	-0,78	0,44	-0,0010	-1,54	0,12	0,0004	-0,91	0,36	143
	4	0,0052	2,59	0,01 **	0,0042	1,40	0,16	0,0043	1,74	0,08	143
	5	0,0020	1,10	0,27	0,0014	0,22	0,83	0,0019	0,59	0,55	143

Esta tabela apresenta os testes de significância estatística para os retornos anormais médios diários (AAR), mensurados pela diferença entre o retorno da ação “i” no dia “t” menos o seu retorno esperado, estimado de acordo com três modelos: i) Ajustado ao risco e ao mercado ($AR_{it} = \varepsilon_{it} = R_{it} - [\alpha_0 + \beta_i R_{mt}]$); ii) Ajustado a Média do Mercado ($AR_{it} = \varepsilon_{it} = R_{it} - R_{mt}$); iii) Ajustado para a média da amostra ($AR_{it} = \varepsilon_{it} = R_{it} - R_{Amostra, t}$). O período considerado é de 11 dias em torno da data da divulgação das demonstrações financeiras trimestrais (dia do evento) das empresas brasileiras de capital aberto que participaram da carteira teórica do Ibovespa nos períodos analisados. O período considerado é o denominado de BR_GAAP/IFRS (2008 a 2009). A amostra foi segregada em 3 dimensões: i) Total – inclui todos os eventos, independente de representarem “boas” ou “más” notícias; ii) Boas Notícias: compreende as observações das empresas-trimestre cuja variação no resultado contábil (lucro ou prejuízo) no trimestre “t” em relação ao mesmo trimestre “t” do ano anterior é positiva (no padrão contábil vigente do período da amostra); caso contrário, são consideradas “Más Notícias”(iii). O AAR é mensurado conforme Brown e Warner (1985) e MacKinlay (1997). A Estatística Z para o AAR foi calculada de acordo com Wilcoxon (1945). *, ** indicam nível de significância (bicaudal) ao nível de 5% e de 1%, respectivamente.

Ainda buscando tornar os resultados mais robustos, buscou-se outra forma de capturar o conteúdo informacional das demonstrações contábeis não apenas na data da sua divulgação, mas também no período em torno desta data. Esta metodologia é sugerida por Brown e Warner (1980, 1985) e MacKinlay (1997) e objetiva verificar possíveis antecipações ou postergações da reação do mercado diante da nova informação. Assim sendo, foram acumulados os retornos anormais ($CAAR_t$) em diferentes períodos: 6 dias (-5, +0), 6 dias (0, +5) e 11 dias (-5, +5). Entretanto, deve-se atentar que quanto maior forem esses períodos de acumulações, maiores as chances de outros eventos estarem contaminando os resultados. Com isso, acredita-se que um período máximo de 11 dias, sendo 5 dias anteriores e 5 dias posteriores à data da divulgação é uma medida adequada para mitigar esse potencial problema de contaminação. Ademais, quando o retorno anormal médio é acumulado ($CAAR_t$) de forma *cross-section* o elevado número de observações em torno do mesmo evento (divulgação das demonstrações contábeis) também auxilia a mitigar os efeitos da presença de eventos “estranhos” em determinada empresa, reduzindo assim o seu impacto nos resultados.

A Tabela 8 apresenta os retornos anormais médios cumulativos ($CAAR_{t1,t2}$) para a Amostra Total. Os resultados demonstram que o conteúdo informacional das demonstrações contábeis, quando segregadas em portfólios de boas e más notícias, é relevante para as empresas da amostra, somente no Período BR_GAAP (1995 a 2007). Estes resultados confirmam e fortalecem os resultados dos retornos anormais médios (AAR_t) na data do evento, comentados anteriormente.

Adicionalmente, com a finalidade de facilitar a observação dos movimentos dos retornos anormais em torno da data do evento, foram elaborados alguns gráficos para melhor ilustrar. Os retornos anormais no período total (Gráfico 1) apresentam um comportamento plenamente adequado ao se esperava, ou seja, retornos anormais próximos de zero no período que antecede a divulgação das demonstrações contábeis (dias -15 a -1) e na data do evento (dia zero) um movimento anormal (retornos anormais) de acordo com a natureza da notícia (boas/más notícias). Sendo que após a data do evento (+1, +15), os retornos anormais tendem a zero novamente. O Gráfico 2 apresenta a amostra referente ao Período BR_GAAP, sendo que os seus resultados também estão muito próximos aos da Amostra Total⁵⁴. O Gráfico 3 ilustra os resultados do Período BR_GAAP/IFRS (2008 a 2009).

⁵⁴ Isso se deve ao fato que a Amostra Pré-IFRS (1995 a 2007) representa um percentual significativo da Amostra Total (1995 a 2009).

Tabela 8 – Retornos Anormais Médios e Cumulativos para a Amostra Total

Painel A - Amostra Total				
Período da Amostra	Janelas de Acumulação	CAAR _{t1,t2}	Estatística-t	Prob.
TOTAL	1 Dia (0)	-0,0010	-1,78	0,08
	6 Dias (-5, 0)	-0,0010	-0,77	0,44
	6 Dias (0, +5)	-0,0018	-1,37	0,17
	11 Dias (-5, +5)	-0,0018	-1,03	0,30
BR_GAAP	1 Dia (0)	-0,0010	-1,63	0,10
	6 Dias (-5, 0)	-0,0014	-1,03	0,30
	6 Dias (0, +5)	-0,0022	-1,58	0,12
	11 Dias (-5, +5)	-0,0027	-1,42	0,16
BR_GAAP/IFRS	1 Dia (0)	-0,0010	-0,69	0,49
	6 Dias (-5, 0)	0,0026	0,80	0,43
	6 Dias (0, +5)	0,0017	0,52	0,60
	11 Dias (-5, +5)	0,0053	1,20	0,23

Painel B - Amostra Total "Boas Notícias"				
Período da Amostra	Janelas de Acumulação	CAAR _{t1,t2}	Estatística-t	Prob.
BR_GAAP	1 Dia (0)	0,00237	2,71	0,01 **
	6 Dias (-5, 0)	0,00488	2,80	0,01 **
	6 Dias (0, +5)	0,00036	0,20	0,84
	11 Dias (-5, +5)	0,00287	1,21	0,22
BR_GAAP/IFRS	1 Dia (0)	0,00304	0,85	0,40
	6 Dias (-5, 0)	0,00793	1,64	0,10
	6 Dias (0, +5)	0,00063	0,13	0,90
	11 Dias (-5, +5)	0,00553	0,85	0,40

Painel C - Amostra Total - "Más Notícias"				
Período da Amostra	Janelas de Acumulação	CAAR _{t1,t2}	Estatística-t	Prob.
BR_GAAP	1 Dia (0)	-0,00503	-5,44	0,00 **
	6 Dias (-5, 0)	-0,00920	-4,06	0,00 **
	6 Dias (0, +5)	-0,00535	-2,36	0,02 *
	11 Dias (-5, +5)	-0,00952	-3,10	0,00 **
BR_GAAP/IFRS	1 Dia (0)	-0,00406	-1,75	0,08
	6 Dias (-5, 0)	-0,00141	-0,31	0,75
	6 Dias (0, +5)	0,00253	0,57	0,57
	11 Dias (-5, +5)	0,00519	0,86	0,39

Esta tabela apresenta os testes de significância estatística para os retornos anormais cumulativos médios (CAAR_{t1,t2}) para 4 diferentes períodos de acumulação em torno da data de divulgação das demonstrações financeiras trimestrais (dia do evento) das empresas brasileiras de capital aberto que participaram da carteira teórica do Ibovespa nos períodos analisados (1995 a 2009). A amostra total é composta por 2.277 observações de empresas-trimestre, dependendo da disponibilidade de informações em cada dia em torno do dia do evento. O estudo de evento foi segregado em 3 períodos distintos: i) “Período Total”, contempla os anos de 1995 a 2009 e compreende 57 trimestres; ii) “Período BR_GAAP”, que compreende 52 trimestres (1995:1 a 2007:4); e, iii) “Período BR_GAAP/IFRS”, que compreende 5 trimestres (2008:4 a 2009:4).

O CAAR_{t1,t2} é obtido através das seguintes equações: $CAAR_{[t1,t2]} = \sum_{t=t1}^{t2} AAR_t$ $AAR_t = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} AR_{it}$ $AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$

Onde: CAAR_(t1,t2) é o retorno anormal cumulativo médio do período t1 a t2; AAR_t é o retorno anormal médio no dia “t”; N_t é o número de observações de no dia “t”; AR_{it} é o retorno anormal da empresa “i” no dia “t”; R_{it} é o retorno logarítmico da empresa “i” no dia “t”; α_i β_i é o coeficientes angular e linear da empresa “i” calculados no período de estimação dos retornos esperados (-196 dias, -16 dias; R_{mt} é o retorno logarítmico do mercado (Ibovespa) no dia “t”. A estatística t para os CAAR_(t1,t2) entre o dia t1 e t2 foi sistematizada de acordo com Brown e Warner (1980) e MacKinlay (1997). *, ** indicam nível de significância (bicaudal) ao nível de 5% e de 1%, respectivamente.

Gráfico 1 – CAAR da Amostra Total - Período Total (1995 a 2009)

Gráfico 2 – CAAR da Amostra Total para o Período BR_GAAP (1995 a 2007)

Gráfico 3 – CAAR da Amostra Total para o Período BR_GAAP/IFRS (2008 a 2009)

Por fim, testou-se a hipótese H_1 , que discorre sobre a superioridade do conteúdo informacional das demonstrações contábeis no período “BR_GAAP/IFRS” em relação ao período “BR_GAAP”. Os Painéis A, B e C da Tabela 9 apresentam os resultados do teste de diferença de médias (teste t para amostras independentes)⁵⁵ para os diferentes períodos de acumulações dos retornos anormais médios. Optou-se por relatar os resultados obtidos a partir da mensuração dos retornos anormais utilizando-se o modelo ajustado ao risco e ao mercado⁵⁶.

Os resultados encontrados indicam que através da metodologia do estudo de eventos, o qual relaciona o sinal da variação no lucro não esperado apresentado nas demonstrações contábeis e o sinal da variação nas taxas médias de retornos anormais, não foi possível constatar que após o início do processo de convergência, ainda que parcial, para as normas IFRS que os investidores tenham reagido com maior surpresa. Ou seja, para a amostra total da pesquisa, e considerando a metodologia do estudo de eventos, não foi identificado um aumento no conteúdo informacional das informações contábeis geradas a partir do padrão contábil

⁵⁵ Adicionalmente também foi realizado o teste não paramétrico de Mann-Whitney. Os resultados foram similares aos relatados no teste paramétrico.

⁵⁶ Conforme comentado anteriormente, os três modelos utilizados para mensurar os retornos anormais para o Período BR_GAAP/IFRS (2008 a 2009) apresentaram resultados similares. Desta forma optou-se por realizar o teste da hipótese H_2 da pesquisa sobre os retornos anormais calculados através do modelo ajustado ao risco e ao mercado para manter a uniformidade e a comparabilidade entre os períodos.

brasileiro e das normas IFRS.

Uma possibilidade para estes resultados pode estar relacionada a própria amostra da pesquisa, que contempla apenas empresas que participaram da carteira teórica do Ibovespa. Como se tratam de empresas de grande porte, com grande visibilidade no mercado de capitais brasileiro e seguidas por analistas e investidores (nacionais e internacionais), pode-se pressupor que elas já possuíam incentivos próprios para serem mais informativas em suas demonstrações financeiras. Ou seja, apenas a mudança, mesmo que parcial, do padrão contábil não seria suficiente para aumentar o conteúdo informacional das suas demonstrações contábeis. Entretanto, neste momento, tratam-se apenas de conjecturas iniciais. No decorrer das análises, através do comportamento de subamostras específicas (ADR e BCGI) será possível proceder a esta análise de forma mais acurada.

Tabela 9 – Teste de Diferença de Média da Amostra Total

Painel A - Retornos Anormais Médios Cumulativos - Amostra Total					
Modelo	Janela de Acumulação	Diferença de Média	Valor T	Signif.	$H_1: \left \frac{CAAR^{BR_GAAP/IFRS}}{CAAR^{BR_GAAP}} \right >$
CAAR (t1, t2)	1 Dia (0)	-0,0001	-0,03	0,51	Rejeita
	6 Dias (-5, 0)	0,0041	1,07	0,14	Rejeita
	6 Dias (0, +5)	0,0039	0,97	0,17	Rejeita
	11 Dias (-5, +5)	0,0080	1,53	0,06	Rejeita
Painel B - Retornos Anormais Médios Cumulativos - Amostra "Boas Notícias"					
Modelo	Janela de Acumulação	Diferença de Média	Valor T	Signif.	$H_1: \left \frac{CAAR^{BR_GAAP/IFRS}}{CAAR^{BR_GAAP}} \right >$
CAAR (t1, t2)	1 Dia (0)	0,0007	0,19	0,42	Rejeita
	6 Dias (-5, 0)	0,0031	0,47	0,32	Rejeita
	6 Dias (0, +5)	0,0003	0,04	0,48	Rejeita
	11 Dias (-5, +5)	0,0027	0,31	0,38	Rejeita
Painel C - Retornos Anormais Médios Cumulativos - Amostra "Más Notícias"					
Modelo	Janela de Acumulação	Diferença de Média	Valor T	Signif.	$H_1: \left \frac{CAAR^{BR_GAAP/IFRS}}{CAAR^{BR_GAAP}} \right >$
CAAR (t1, t2)	1 Dia (0)	0,0010	0,36	0,36	Rejeita
	6 Dias (-5, 0)	0,0078	1,55	0,06	Rejeita
	6 Dias (0, +5)	0,0079	1,38	0,09	Rejeita
	11 Dias (-5, +5)	0,0147	1,43	0,08	Rejeita

*Esta tabela apresenta os resultados do teste t de diferença de médias para amostras independentes dos retornos anormais cumulativos médios ($CAAR_{(ti,t2)}$) das diferentes janelas de acumulações. Todos os valores são obtidos a partir da mensuração dos retornos anormais utilizando-se o modelo ajustado ao risco e ao mercado ($AR_{it} = \varepsilon_{it} = R_{it} - [\alpha_0 + \beta_i R_{mt}]$). $CAAR_{(ti,t2)}$ é igual a média aritmética dos AAR_i dos períodos de acumulações. Os retornos anormais médios diários (AAR_i) foram mensurados pela diferença entre o retorno da ação "i" no dia "t" menos o seu retorno esperado. *, ** indicam nível de significância (unicaudal) ao nível de 5% e de 1%, respectivamente.*

4.1.2 Reação do Mercado de Capitais para a Amostra de Empresas “ADR”

A Amostra “ADR” refere-se às empresas de capital aberto com ações negociadas na BM&FBOVESPA e que participam dos programas de ADR níveis II e III. Salienta-se que essa amostra, composta por 880 observações empresa-trimestre, representa 40 diferentes empresas⁵⁷ e constitui-se a partir da Amostra Total da pesquisa. Adicionalmente, foi observado o exato momento que cada empresa iniciou e, em alguns casos, encerrou o seu programa de ADR. Portanto, durante os 57 trimestres do estudo (1995:1 a 2009:4), determinada empresa somente foi considerada como participante da Amostra “ADR” nos períodos em que efetivamente os seus programas estavam ativos⁵⁸. Este procedimento tem como objetivo assegurar a maior fidelidade possível dos resultados.

A expectativa em torno da amostra de empresas que participam dos programas de ADR nível II e III está baseada nos atributos apresentados por Ali e Hwang (2000). Os autores destacam cinco atributos que estão relacionados com o nível informacional das demonstrações contábeis: i) sistema financeiro orientado para o mercado; ii) sistema legal britânico-americano, com um mercado de capitais desenvolvido e propriedade dispersa; iii) participação dos profissionais no estabelecimento de normas; iv) baixa influência das normas tributárias nos procedimentos contábeis; v) montante gasto em auditoria. Sendo que o Brasil está relacionado negativamente a maioria destes critérios, ou seja: o sistema financeiro é orientado aos bancos; o sistema legal é o *code law*, com um mercado de capitais em desenvolvimento e concentração de propriedade; baixa participação dos profissionais no estabelecimento das normas; e, alta influência das normas tributárias nos procedimentos contábeis. Desta forma, de acordo com esses critérios, a qualidade das informações contábeis é reduzida. (LOPES, 2008).

Desta forma, as empresas que desejam escapar de um ambiente institucional fraco na qual estão imersas, tem como alternativa direcionar o seu foco para outros mercados com maior nível de exigência. A emissão de ADRs é uma possibilidade (LOPES, 2008). Assim, a presente pesquisa está considerando que esta amostra de empresas que emitem ADRs possuem incentivos para serem mais informativas sob a perspectiva contábil, independente das restrições normativas contábeis do ambiente institucional na qual estão inseridas (Brasil). Entretanto, esta relação não é tão simples. Lang *et al* (2006) examinaram as propriedades dos

⁵⁷ Relação das empresas que compuseram essa amostra está disponível no Apêndice 2.

⁵⁸ Considerou-se a data de início das negociações dos recibos.

números contábeis elaborados no padrão norte-americano (US-GAPP) por empresas estrangeiras e os comparou com os de empresas nativas norte-americanas. Foram consideradas algumas métricas de qualidade (gerenciamento de resultados, conservadorismo e relevância) para uma amostra de empresas de 34 países que listavam suas ações em bolsas de valores dos Estados Unidos. Todas estas empresas estavam sujeitas a apresentar o formulário 20-F. Os autores comentam que não há comparabilidade entre os números das empresas estrangeiras em comparação com os das nativas. As empresas estrangeiras apresentam maior gerenciamento de resultados, menor conservadorismo e menor relevância das informações contábeis. Leuz (2005) complementa que mesmo que as empresas estrangeiras se proponham a seguir um padrão contábil mais exigente, elas ainda continuam diante de diferentes incentivos para reportar suas informações. Isto é, ainda estão sujeitas a diferentes arranjos institucionais e forças do mercado em seus países de origem, que provoca diferentes incentivos para o uso da discricionariedade sobre os padrões contábeis. Assim sendo, torna-se oportuno verificar os efeitos que o processo de migração para um padrão contábil mais exigente no Brasil (IFRS) tem sobre estas empresas.

Inicialmente, a Tabela 10 ilustra a estatística descritiva dos retornos anormais médios (AAR) no dia da divulgação das demonstrações contábeis (dia do evento). Para análise e interpretação dos resultados, foram segregados os retornos anormais de acordo com o seu conteúdo informacional (boas notícias e más notícias); procedimento idêntico ao adotado para a amostra total da pesquisa.

Em uma análise inicial, pode-se perceber que os retornos anormais médios (AAR) do período total (1995 a 2009) para as empresas que apresentaram boas notícias são positivos (0,29%) e, negativos (-0,72%) para as empresas que apresentaram más notícias. Estes resultados estão de acordo com as expectativas iniciais, isto é, informações que excedem as expectativas do mercado deveriam apresentar uma reação positiva, e as que não atingem as expectativas deveriam apresentar uma reação negativa. Em relação aos diferentes períodos de tempo (BR_GAAP e BR_GAAP/IFRS), os retornos anormais médios da subamostra “Boas Notícias” aumentaram entre os períodos BR_GAAP (0,26%) e BR_GAAP/IFRS (0,49%). Salienta-se que esses valores são superiores aos encontrados na Amostra Total da pesquisa (0,24% Boas Notícias BR_GAAP e 0,30% Boas Notícias BR_GAAP/IFRS). Por sua vez, os retornos anormais médios da subamostra “Más Notícias” também aumentaram entre os períodos BR_GAAP e BR_GAAP/IFRS (-0,70% e -0,83%, respectivamente).

Adicionalmente, é importante destacar a elevada variabilidade (desvio-padrão) dos retornos das diferentes ações na data do evento.

Tabela 10 – Estatística Descritiva dos Retornos Anormais Médios da Amostra ADR

Período	Amostra	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo	Perc. 1	Perc. 99	Obs.
TOTAL	Total	-0,0017	-0,0010	0,0302	-0,1637	0,1494	-0,0877	0,0757	880
	Boas Notícias	0,0029	0,0026	0,0292	-0,1621	0,1494	-0,0735	0,0861	484
	Más Notícias	-0,0072	-0,0051	0,0305	-0,1637	0,1052	-0,1156	0,0667	396
BR_GAAP	Total	-0,0016	-0,0012	0,0293	-0,1637	0,1052	-0,0877	0,0733	761
	Boas Notícias	0,0026	0,0020	0,0279	-0,1621	0,1010	-0,0670	0,0757	428
	Más Notícias	-0,0070	-0,0056	0,0302	-0,1637	0,1052	-0,1148	0,0620	333
BR_GAAP/IFRS	Total	-0,0021	-0,0003	0,0356	-0,1236	0,1494	-0,0854	0,1022	119
	Boas Notícias	0,0049	0,0060	0,0381	-0,0854	0,1494	-0,0854	0,1494	56
	Más Notícias	-0,0083	-0,0032	0,0323	-0,1236	0,0858	-0,1236	0,0858	63

Esta tabela apresenta a estatística descritiva dos retornos anormais médios diários (AAR_{it}) no dia da divulgação (dia do evento – dia zero) das demonstrações contábeis trimestrais das empresas brasileiras de capital aberto que participaram da carteira teórica do Ibovespa nos períodos analisados e que possuem programas de ADRs (American Depository Receipt) nível II ou III. Os AAR_{it} foram mensurados pela diferença entre o retorno da ação “i” no dia “t” menos o seu retorno esperado, estimado pelo modelo de retorno ajustado ao risco e ao mercado ($AR_{it} = \varepsilon_{it} = R_{it} - [\alpha_0 + \beta_i R_{mt}]$). O período da pesquisa é de 1995 a 2009. O estudo de evento foi segregado em 3 períodos distintos: i) “Período Total”, contempla os anos de 1995 a 2009 e compreende 57 trimestres (foram excluídos da amostra os três primeiros trimestres de 2008 por ser considerado um período de transição entre o padrão contábil BR_GAAP e a aplicação dos pronunciamentos do CPC); ii) “Período BR_GAAP”, que compreende 52 trimestres (1995:1 a 2007:4); e, iii) “Período BR_GAAP/IFRS”, que compreende 5 trimestres (2008:4 a 2009:4). Adicionalmente, a amostra também foi segregada em 3 dimensões: i) “Total” – inclui todos os eventos, independente de representarem “boas” ou “más” notícias; ii) “Boas Notícias”: compreende as observações das empresas-trimestre cuja variação no resultado contábil (lucro ou prejuízo) no trimestre “t” em relação ao mesmo trimestre “t” do ano anterior é positiva (no padrão contábil vigente do período da amostra); caso contrário, são “Más Notícias” (iii). O AAR é mensurado conforme Brown e Warner (1985) e MacKinlay (1997).

Os testes de significância estatística para os retornos anormais médios da Amostra ADR estão disponibilizados na Tabela 11. Inicialmente, considerando a Amostra ADR na íntegra, sem segregar os seus retornos anormais em boas e más notícias, percebe-se que para todos os períodos (Total, BR_GAAP e BR_GAAP/IFRS) não há significância estatística dos retornos anormais médios, isto é, eles não são diferentes de zero. Esse resultado confirma a necessidade de segregação dos retornos anormais em carteiras (boas/más notícias) para possibilitar uma análise mais acurada.

Após esta segregação, foi constatado que os retornos anormais da subamostra de empresas que participam dos programas de ADR nível II e III e que apresentaram “Boas Notícias” são estatisticamente significativos na data do evento (AAR: 0,26% e estatística t: 2,41) no período BR_GAAP (1995 a 2007). No período subsequente (BR_GAAP/IFRS), os retornos anormais médios não são estatisticamente significativos (AAR: 0,49% e estatística t: 1,15). Por outro

lado, para as empresas que apresentaram “Más Notícias”, os seus retornos anormais médios são estatisticamente significativos para o período BR_GAAP (AAR: -0,70% e estatística t: -4,09) e BR_GAAP/IFRS (AAR: -0,83% e estatística t: -2,17).

Esses resultados sinalizam que as demonstrações contábeis das empresas brasileiras que participam dos programas de ADR nível II ou III são informativas aos investidores, e que o mercado de capitais reage positivamente ou negativamente de acordo com a natureza da informação. Esta informação em si, corrobora com a expectativa que as empresas que estão impelidas a um maior nível de *disclosure* divulgam demonstrações contábeis que contém informações que impacta os investidores, ou seja, ocasiona retornos anormais.

Considerando o mesmo critério utilizado na amostra total da pesquisa, a Tabela 12 reporta os retornos anormais mensurados por diferentes metodologias especificamente para o período BR_GAAP/IFRS (2008 a 2009). Os resultados mostram que mesmo utilizando três especificações diferentes os resultados são similares.

De forma complementar procedeu-se a análise dos retornos anormais cumulativos médios (CAAR). Os resultados dispostos na Tabela 13 (Painel A) confirmam que para as empresas que divulgaram informações consideradas “Boas Notícias”, no período BR_GAAP (1995 a 2007) ocorreram retornos anormais estatisticamente significativos apenas no dia do evento (dia zero) e na janela de acumulação de 6 dias (-5, 0). Entretanto, no período BR_GAAP/IFRS (2008 a 2009) essa amostra apresentou retornos anormais estatisticamente significativos somente na janela de acumulação de 6 dias (-5, 0).

O Painel B da Tabela 13 evidencia que os retornos anormais cumulativos das empresas que divulgaram informações consideradas “Más Notícias” ao mercado no período BR_GAAP, apresentam significância estatística em todas as janelas de acumulação. Entretanto, para o período BR_GAAP/IFRS somente houve reação do mercado de capitais diante da divulgação das informações contidas nas demonstrações contábeis no dia do evento (dia zero), sendo que nas demais janelas de acumulação não ocorrem retornos anormais estatisticamente significativos.

Tabela 11 – Retornos Anormais Médios da Amostra ADR

Amostra	Dia	PERÍODO TOTAL				PERÍODO BR_GAAP				PERÍODO BR_GAAP/IFRS			
		AAR	Estatística Z		Obs.	AAR	Estatística Z		Obs.	AAR	Estatística Z		Obs.
			Valor	Prob.			Valor	Prob.			Valor	Prob.	
TOTAL	-5	-0,0014	-1,81	0,07	879	-0,0015	-1,82	0,07	760	-0,0002	-0,32	0,75	119
	-4	0,0013	0,85	0,40	880	0,0016	0,97	0,33	761	-0,0003	-0,16	0,87	119
	-3	0,0004	-0,16	0,88	877	0,0002	0,01	0,99	758	0,0015	-0,54	0,59	119
	-2	0,0007	0,75	0,45	880	0,0007	0,65	0,52	761	0,0012	0,48	0,63	119
	-1	0,0007	0,83	0,41	880	0,0006	0,52	0,61	761	0,0012	1,00	0,32	119
	0	-0,0017	-1,17	0,24	880	-0,0016	-0,99	0,32	761	-0,0021	-0,65	0,52	119
	1	-0,0012	-2,13	0,03 *	880	-0,0011	-1,74	0,08	761	-0,0017	-1,47	0,14	119
	2	0,0001	-0,61	0,54	880	0,0005	-0,05	0,96	761	-0,0026	-1,64	0,10	119
	3	0,0000	-0,47	0,64	879	0,0001	-0,01	0,99	760	-0,0004	-1,30	0,19	119
	4	0,0008	-0,18	0,86	878	0,0001	-1,00	0,32	759	0,0053	2,19	0,03 *	119
	5	-0,0013	-2,76	0,01 **	879	-0,0017	-2,71	0,01 **	760	0,0008	-0,77	0,44	119
BOAS NOTÍCIAS	-5	0,0003	0,05	0,96	484	0,0003	0,05	0,96	428	0,0010	0,07	0,95	56
	-4	0,0014	0,76	0,45	484	0,0012	0,58	0,56	428	0,0026	0,63	0,53	56
	-3	0,0003	-0,17	0,87	483	0,0001	-0,22	0,82	427	0,0020	0,10	0,92	56
	-2	0,0023	2,45	0,01 *	484	0,0023	2,59	0,01 **	428	0,0021	0,13	0,90	56
	-1	0,0015	1,35	0,18	484	0,0014	1,17	0,24	428	0,0025	0,60	0,55	56
	0	0,0029	2,71	0,01 **	484	0,0026	2,41	0,02 *	428	0,0049	1,15	0,25	56
	1	-0,0007	-1,18	0,24	484	-0,0003	-0,61	0,54	428	-0,0041	-1,81	0,07	56
	2	-0,0008	-1,20	0,23	484	-0,0004	-0,74	0,46	428	-0,0044	-1,55	0,12	56
	3	0,0004	-0,06	0,95	484	0,0005	0,11	0,91	428	-0,0003	-0,51	0,61	56
	4	-0,0008	-1,60	0,11	483	-0,0014	-2,14	0,03 *	427	0,0040	1,35	0,18	56
	5	-0,0013	-2,33	0,02 *	483	-0,0016	-2,25	0,02 *	427	0,0012	-0,84	0,40	56
MÁS NOTÍCIAS	-5	-0,0034	-2,79	0,01 **	395	-0,0038	-2,79	0,01 **	332	-0,0012	-0,43	0,67	63
	-4	0,0012	0,39	0,70	396	0,0020	0,78	0,43	333	-0,0028	-0,82	0,41	63
	-3	0,0005	-0,04	0,96	394	0,0004	0,25	0,80	331	0,0010	-0,83	0,41	63
	-2	-0,0012	-1,51	0,13	396	-0,0015	-1,78	0,07	333	0,0004	0,60	0,55	63
	-1	-0,0003	-0,21	0,83	396	-0,0003	-0,47	0,64	333	0,0001	0,84	0,40	63
	0	-0,0072	-4,61	0,00 **	396	-0,0070	-4,09	0,00 **	333	-0,0083	-2,17	0,03 *	63
	1	-0,0018	-1,84	0,07	396	-0,0022	-1,88	0,06	333	0,0004	-0,21	0,83	63
	2	0,0012	0,42	0,67	396	0,0017	0,78	0,43	333	-0,0011	-0,84	0,40	63
	3	-0,0004	-0,64	0,52	395	-0,0004	-0,14	0,89	332	-0,0005	-1,31	0,19	63
	4	0,0027	1,39	0,17	395	0,0020	0,78	0,43	332	0,0064	1,78	0,08	63
	5	-0,0014	-1,57	0,12	396	-0,0017	-1,56	0,12	333	0,0004	-0,31	0,76	63

Esta tabela apresenta os testes de significância estatística para os retornos anormais médios diários (AAR), mensurados pela diferença entre o retorno da ação “i” no dia “t” menos o seu retorno esperado, estimado pelo modelo de retorno ajustado ao risco e ao mercado ($AR_{it} = \varepsilon_{it} = R_{it} - [\alpha_0 + \beta_i R_{mt}]$), para o período de 11 dias em torno da data da divulgação das demonstrações financeiras trimestrais (dia do evento) das empresas brasileiras de capital aberto que participaram da carteira teórica do Ibovespa e que possuem programas ADR nível II ou III nos períodos analisados. O período da pesquisa é de 1995 a 2009, sendo que a Amostra ADR é composta por 880 observações de empresas-trimestre. O estudo de evento foi segregado em 3 períodos distintos: i) “Período Total”, contempla os anos de 1995 a 2009 e compreende 57 trimestres; ii) “Período BR_GAAP”, que compreende 52 trimestres (1995:1 a 2007:4); e, iii) “Período BR_GAAP/IFRS”, que compreende 5 trimestres (2008:4 a 2009:4). Adicionalmente, a amostra também foi segregada em 3 dimensões: i) Total – inclui todos os eventos, independente de representarem “boas” ou “más” notícias; ii) Boas Notícias: compreende as observações das empresas-trimestre cuja variação no resultado contábil (lucro ou prejuízo) no trimestre “t” em relação ao mesmo trimestre “t” do ano anterior é positiva (no padrão contábil vigente do período da amostra); caso contrário, são consideradas “Más Notícias”(iii). O AAR é mensurado conforme Brown e Warner (1985) e MacKinlay (1997). A Estatística Z para o AAR foi calculada de acordo com Wilcoxon (1945). *, ** indicam nível de significância (bicaudal) ao nível de 5% e de 1%, respectivamente.

Tabela 12 – Retornos Anormais Médios da Amostra ADR – Período BR_GAAP/IFRS

Amostra	Dia	Modelo Ajustado ao Risco e ao Mercado			Modelo Ajustado para a Média do Mercado			Modelo Ajustado para a Média da Amostra			Obs.
		AAR	Estatística Z		AAR	Estatística Z		AAR	Estatística Z		
			Valor	Prob.		Valor	Prob.		Valor	Prob.	
TOTAL	-5	-0,0002	-0,32	0,75	-0,0005	-0,25	0,80	0,0008	0,34	0,73	119
	-4	-0,0003	-0,16	0,87	-0,0015	-0,82	0,41	-0,0009	-0,62	0,53	119
	-3	0,0015	-0,54	0,59	0,0008	-0,88	0,38	0,0013	-0,67	0,50	119
	-2	0,0012	0,48	0,63	0,0006	0,42	0,68	0,0008	0,54	0,59	119
	-1	0,0012	1,00	0,32	0,0001	0,37	0,71	0,0007	0,61	0,54	119
	0	-0,0021	-0,65	0,52	-0,0014	-0,46	0,64	-0,0021	-0,74	0,46	119
	1	-0,0017	-1,47	0,14	-0,0027	-1,93	0,05	-0,0017	-1,25	0,21	119
	2	-0,0026	-1,64	0,10	-0,0037	-2,00	0,05 *	-0,0016	-1,12	0,26	119
	3	-0,0004	-1,30	0,19	-0,0018	-2,05	0,04 *	-0,0001	-1,16	0,25	119
	4	0,0053	2,19	0,03 *	0,0049	1,60	0,11	0,0049	1,97	0,05 *	119
	5	0,0008	-0,77	0,44	0,0006	-0,71	0,48	0,0005	-0,74	0,46	119
BOAS NOTÍCIAS	-5	0,0010	0,07	0,95	0,0009	-0,18	0,86	0,0020	0,20	0,84	56
	-4	0,0026	0,63	0,53	0,0016	0,19	0,85	0,0014	0,21	0,83	56
	-3	0,0020	0,10	0,92	0,0014	-0,21	0,83	0,0033	0,35	0,73	56
	-2	0,0021	0,13	0,90	0,0019	0,25	0,80	0,0026	0,41	0,68	56
	-1	0,0025	0,60	0,55	0,0023	0,64	0,52	0,0026	0,76	0,45	56
	0	0,0049	1,15	0,25	0,0058	1,54	0,12	0,0054	1,22	0,22	56
	1	-0,0041	-1,81	0,07	-0,0047	-2,14	0,03 *	-0,0028	-1,43	0,15	56
	2	-0,0044	-1,55	0,12	-0,0048	-1,52	0,13	-0,0034	-1,23	0,22	56
	3	-0,0003	-0,51	0,61	-0,0008	-0,81	0,42	0,0005	-0,06	0,95	56
	4	0,0040	1,35	0,18	0,0039	1,35	0,18	0,0040	1,43	0,15	56
	5	0,0012	-0,84	0,40	0,0014	-0,38	0,70	0,0013	-0,53	0,60	56
MÁS NOTÍCIAS	-5	-0,0012	-0,43	0,67	-0,0016	-0,13	0,90	-0,0003	0,26	0,79	63
	-4	-0,0028	-0,82	0,41	-0,0042	-1,24	0,22	-0,0030	-1,02	0,31	63
	-3	0,0010	-0,83	0,41	0,0003	-1,11	0,27	-0,0004	-1,29	0,20	63
	-2	0,0004	0,60	0,55	-0,0006	0,33	0,74	-0,0008	0,27	0,79	63
	-1	0,0001	0,84	0,40	-0,0018	-0,07	0,95	-0,0010	0,11	0,91	63
	0	-0,0083	-2,17	0,03 *	-0,0078	-1,92	0,06	-0,0088	-2,14	0,03 *	63
	1	0,0004	-0,21	0,83	-0,0009	-0,77	0,44	-0,0006	-0,49	0,62	63
	2	-0,0011	-0,84	0,40	-0,0027	-1,27	0,20	0,0000	-0,34	0,74	63
	3	-0,0005	-1,31	0,19	-0,0027	-2,02	0,04 *	-0,0006	-1,47	0,14	63
	4	0,0064	1,78	0,08	0,0057	1,02	0,31	0,0057	1,43	0,15	63
	5	0,0004	-0,31	0,76	-0,0001	-0,59	0,56	-0,0003	-0,60	0,55	63

Esta tabela apresenta os testes de significância estatística para os retornos anormais médios diários (AAR), mensurados pela diferença entre o retorno da ação “i” no dia “t” menos o seu retorno esperado, estimado de acordo com três modelos: i) Ajustado ao risco e ao mercado ($AR_{it} = \varepsilon_{it} = R_{it} - [\alpha_0 + \beta_i R_{mt}]$); ii) Ajustado a Média do Mercado ($AR_{it} = \varepsilon_{it} = R_{it} - R_{mt}$); iii) Ajustado para a média da amostra ($AR_{it} = \varepsilon_{it} = R_{it} - R_{Amostra, t}$). O período considerado é de 11 dias em torno da data da divulgação das demonstrações financeiras trimestrais (dia do evento) das empresas brasileiras de capital aberto que participaram da carteira teórica do Ibovespa e possuem programas de ADRs nível II ou III nos períodos analisados. O período considerado é o denominado de BR_GAAP/IFRS (2008 a 2009). A amostra foi segregada em 3 dimensões: i) Total – inclui todos os eventos, independente de representarem “boas” ou “más” notícias; ii) Boas Notícias: compreende as observações das empresas-trimestre cuja variação no resultado contábil (lucro ou prejuízo) no trimestre “t” em relação ao mesmo trimestre “t” do ano anterior é positiva (no padrão contábil vigente do período da amostra); caso contrário, são consideradas “Más Notícias”(iii). O AAR é mensurado conforme Brown e Warner (1985) e MacKinlay (1997). A Estatística Z para o AAR foi calculada de acordo com Wilcoxon (1945). *, ** indicam nível de significância (bicaudal) ao nível de 5% e de 1%, respectivamente.

Tabela 13 – Retornos Anormais Cumulativos Médios Amostra ADR

Painel A - Amostra ADR - "Boas Notícias"				
Período da Amostra	Janelas de Acumulação	CAAR _{t1,t2}	Estatística-T	Prob.
BR_GAAP	1 Dia (0)	0,00260	2,41	0,02 *
	6 Dias (-5, 0)	0,00788	3,05	0,00 **
	6 Dias (0, +5)	-0,00064	-0,25	0,80
	11 Dias (-5, +5)	0,00463	1,33	0,19
BR_GAAP/IFRS	1 Dia (0)	0,00487	1,15	0,25
	6 Dias (-5, 0)	0,01499	2,26	0,02 *
	6 Dias (0, +5)	-0,00009	-0,01	0,99
	11 Dias (-5, +5)	0,01143	1,27	0,20
Painel B - Amostra ADR - "Más Notícias"				
Período da Amostra	Janelas de Acumulação	CAAR _{t1,t2}	Estatística-T	Prob.
BR_GAAP	1 Dia (0)	-0,00698	-4,09	0,00 **
	6 Dias (-5, 0)	-0,01027	-3,07	0,00 **
	6 Dias (0, +5)	-0,00763	-2,28	0,02 *
	11 Dias (-5, +5)	-0,01092	-2,41	0,02 *
BR_GAAP/IFRS	1 Dia (0)	-0,00834	-2,17	0,03 *
	6 Dias (-5, 0)	-0,01086	-1,50	0,13
	6 Dias (0, +5)	0,00663	1,18	0,24
	11 Dias (-5, +5)	-0,00519	-0,53	0,60

Esta tabela apresenta os testes de significância estatística para os retornos anormais cumulativos médios (CAAR_{t1,t2}) para 4 diferentes períodos de acumulação em torno da data de divulgação das demonstrações financeiras trimestrais (dia do evento) das empresas brasileiras de capital aberto com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) entre 1995 e 2009 e que participam dos programas de ADR (American Depositary Receipt) níveis II e III. O Painel A apresenta a subamostra denominada “Boa Notícia”, que compreende as observações das empresas-trimestre cuja variação no resultado contábil (lucro ou prejuízo) no padrão contábil vigente no trimestre “t” em relação ao mesmo trimestre “t” do ano anterior é positiva. O Painel B apresenta a subamostra denominada “Má Notícia”, que compreende as observações das empresas-trimestre cuja variação no resultado contábil (lucro ou prejuízo) no padrão contábil vigente no trimestre “t” em relação ao mesmo trimestre “t” do ano anterior é negativa. O estudo de eventos foi segregado em 2 períodos distintos: i) “BR_GAAP”, que compreende 52 trimestres (1995:1 a 2007:4); e, ii) “Período BR_GAAP/IFRS”, que compreende 5 trimestres (2008:4 a 2009:4). CAAR_{t1,t2} obtido através das seguintes equações:

$$CAAR_{[t1,t2]} = \sum_{t=t1}^{t2} AAR_t$$

$$AAR_t = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} AR_{it} \quad AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

Onde: CAAR_(t1,t2) é o retorno anormal cumulativo médio do período t1 a t2; AAR_t é o retorno anormal médio no dia “t”; N_t é o número de observações de no dia “t”; AR_{it} é o retorno anormal da empresa “i” no dia “t”; R_{it} é o retorno logarítmico da empresa “i” no dia “t”; α_i β_i são os coeficientes angular e linear da empresa “i” calculados no período de estimação dos retornos esperados (-196 dias, -16 dias); R_{mt} é o retorno logarítmico do mercado (Ibovespa) no dia “t”.

A estatística t para os CAAR_(t1,t2) entre o dia t1 e t2 foi sistematizada de acordo com Brown e Warner (1980) e MacKinlay (1997). *, ** indicam nível de significância (bicaudal) ao nível de 5% e de 1%, respectivamente.

Adicionalmente, a visualização gráfica do comportamento dos retornos anormais cumulativos (CAR) nos períodos para o período “Total” e “BR_GAAP” podem ser observados nos Gráficos 4 e 5.

Gráfico 4 – CAAR da Amostra ADR para o Período Total (1995 a 2009)

Gráfico 5 – CAAR da Amostra ADR para o Período BR_GAAP (1995 a 2007)

O Gráfico 6 ilustra os retornos anormais cumulativos (CAR) do período BR_GAAP/IFRS para as subamostras de “Boas Notícias” e de “Más Notícias”. A sua interpretação visual não é fácil, visto que não se pode identificar um comportamento esperado dos retornos anormais no

período que antecede o dia do evento (dia zero). Novamente, conforme os comentários feitos para a “Amostra Total”, os resultados do período “BR_GAAP/IFRS” não têm se mostrado conforme as expectativas teóricas⁵⁹.

Gráfico 6 – CAAR da Amostra ADR para o Período BR_GAAP/IFRS (2008 a 2009)

Por fim, foi testada para esta amostra a hipótese (H1), que considera não haver diferença entre a reação do mercado de capitais brasileiro para a divulgação das demonstrações contábeis no período “BR_GAAP/IFRS” em relação ao período “BR_GAAP”, uma vez que as empresas que emitem ADRs dispõem de incentivos para serem mais informativas. Importante comentar que o resultado esperado para a Amostra “ADR” é que não exista diferença entre o conteúdo informacional nos períodos “BR_GAAP” e “BR_GAAP/IFRS”, em função das empresas que emitem ADR nível II e III já estarem sujeitas a um maior nível de exigência, seguindo os padrões contábeis norte-americanos (US-GAAP). Associado a este fato, também é possível se analisar pela perspectiva dos incentivos que estas empresas têm para serem mais informativas que as suas contrapartes domésticas (outras empresas brasileiras que não emitem ADRs). Isto é, na medida em que as empresas que emitem ADRs buscam recursos para financiar o seu crescimento, e ao mesmo tempo, são provenientes de um país com pobre governança corporativa, existe o incentivo para se diferenciar das demais empresas deste ambiente. Desta

⁵⁹ Retornos anormais próximos de zero no período que antecede e sucede ao evento.

forma, espera-se que a contabilidade exerça um papel mais informativo neste processo.

Os resultados da Tabela 14 confirmam as expectativas comentadas anteriormente, demonstrando que para as empresas que participam dos programas de ADRs nível II e III, a adoção parcial das normas IFRS no Brasil, não acarreta em um maior conteúdo informacional das suas demonstrações contábeis. A estrutura de incentivos que essas empresas dispõem para serem mais informativas parece prevalecer sobre a mudança de padrão contábil no seu ambiente doméstico.

Tabela 14 – Teste de Diferença de Média da Amostra ADR

Painel A - Retornos Anormais Médios Cumulativos - Amostra "Boas Notícias" – ADR					
Modelo	Janela de Acumulação	Diferença de Média	Valor T	Signif.	H1: $\left \text{CAAR}^{\text{BR_GAAP/IFRS}} \right = \left \text{CAAR}^{\text{BR_GAAP}} \right$
CAAR (t1, t2)	1 Dia (0)	0,0023	0,43	0,33	Aceita
	6 Dias (-5, 0)	0,0071	0,85	0,20	Aceita
	6 Dias (0, +5)	0,0019	0,24	0,41	Aceita
	11 Dias (-5, +5)	0,0068	0,60	0,27	Aceita
Painel B - Retornos Anormais Médios Cumulativos - Amostra "Más Notícias" – ADR					
	Janela de Acumulação	Diferença de Média	Valor T	Signif.	H1: $\left \text{CAAR}^{\text{BR_GAAP/IFRS}} \right = \left \text{CAAR}^{\text{BR_GAAP}} \right$
CAAR (t1, t2)	1 Dia (0)	-0,0014	-0,32	0,63	Aceita
	6 Dias (-5, 0)	-0,0006	-0,07	0,53	Aceita
	6 Dias (0, +5)	0,0050	0,58	0,28	Aceita
	11 Dias (-5, +5)	0,0057	0,53	0,30	Aceita

*Esta tabela apresenta os resultados do teste t de diferença de médias para amostras independentes dos retornos anormais cumulativos médios ($\text{CAAR}_{(ti,t2)}$) das diferentes janelas de acumulações. A amostra é composta por empresas que compuseram a amostra total da pesquisa e que participam dos programas de ADRs nível II ou III. A hipótese a ser testada consiste que o conteúdo informativo, mensurado através dos retornos anormais cumulativos (CAAR) das demonstrações contábeis no período BR_GAAP/IFRS (2008 a 2009) é igual ao conteúdo informativo no período BR_GAAP (1995 a 2007). Todos os valores são obtidos a partir da mensuração dos retornos anormais utilizando-se o modelo ajustado ao risco e ao mercado ($\text{AR}_{it} = \varepsilon_{it} = R_{it} - [\alpha_0 + \beta_i R_{mt}]$). $\text{CAAR}_{(ti,t2)}$ é igual a média aritmética dos AAR_i dos períodos de acumulações. Os retornos anormais médios diários (AAR_i) foram mensurados pela diferença entre o retorno da ação "i" no dia "t" menos o seu retorno esperado. *, ** indicam nível de significância (unicaudal) ao nível de 5% e de 1%, respectivamente.*

4.1.3 Reação do Mercado Segundo o BCGI

A Amostra “BCGI” foi composta pelas empresas que participaram da Amostra Total da pesquisa e que tiveram o seu índice de governança corporativa calculado para o período de 1998 a 2009. Salienta-se que o índice foi calculado de 1998 a 2006, com frequência bianual. Como a frequência a amostra da pesquisa é trimestral, optou-se por interpolar linearmente o escore do índice para as empresas. Adicionalmente, como a série finalizou em 2006, foi considerado que este valor permaneceu constante até 2009. Embora seja uma clara limitação, acredita-se que as empresas mantenham ao longo do tempo as suas boas práticas de governança corporativa, ou as ampliem. Desta forma, considerando os mesmos valores de 2006 para 2009, está se adotando uma postura conservadora. Desta forma, a amostra final foi composta por 1.957 observações empresa-trimestre. Entretanto, para a finalidade da pesquisa foi considerada apenas as observações das empresas com maiores escores de BCGI (4º quartil ou as 25% maiores). Desta forma, esta amostra considerou 506 observações-trimestre.

Desta forma, esta amostra da pesquisa considera as empresas que possuem os mais sofisticados arranjos de governança corporativa, contemplados através do BCGI (LOPES; WALKER, 2008). Lopes e Walker (2008) estabelecem a relação entre os arranjos superiores de governança corporativa e a qualidade da informação contábil comentando que as empresas têm incentivos para sinalizar o seu maior comprometimento com as boas práticas de governança corporativa mostrando o seu comprometimento em não expropriar valor dos investidores. Consequentemente, este maior comprometimento aumenta a confiabilidade das demonstrações contábeis e o seu nível informacional. Assim, o autor finaliza a sua assertiva estabelecendo que as empresas que desejam mostrar o seu maior comprometimento com as boas práticas de governança corporativa terão fortes incentivos para divulgar informações contábeis confiáveis e informativas. Desta forma, os mecanismos de governança corporativa e a contabilidade são ferramentas complementares que as empresas podem dispor para mostrar o seu maior comprometimento com os investidores.

Assim, a expectativa é que para as empresas desta amostra (BCGI), por possuírem incentivos para serem mais transparentes, perpassando neste momento as informações contábeis, a mudança do padrão contábil brasileiro para o padrão híbrido (BR_GAAP/IFRS) não impactará o mercado de capitais.

A análise inicia com a Tabela 15, que ilustra a estatística descritiva dos retornos anormais médios (AAR) no dia da divulgação das demonstrações contábeis (dia do evento). Da mesma forma como foi tratada a amostra total e a amostra “ADR”, para analisar e interpretar os resultados, os retornos anormais foram segregados de acordo com o seu conteúdo informacional (boas notícias e más notícias). Para as empresas que apresentaram “Boas Notícias” no período “BR_GAAP” observou-se retornos anormais de 0,49% no dia do evento, enquanto que para o período “BR_GAAP/IFRS” o valor é de -0,04%. Por sua vez, os retornos anormais das empresas que apresentaram “Más Notícias” também apresentam um comportamento estranho no período “BR_GAAP/IFRS”, sendo estes valores positivos.

Tabela 15 – Estatística Descritiva dos Retornos Anormais Médios da Amostra BCGI

Período	Amostra	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo	Perc. 1	Perc. 99	Obs.
TOTAL	Total	-0,0015	-0,0011	0,0325	-0,1637	0,1494	-0,0877	0,0861	506
	Boas Notícias	0,0040	0,0033	0,0317	-0,1105	0,1494	-0,0771	0,1010	245
	Más Notícias	-0,0067	-0,0044	0,0324	-0,1637	0,1052	-0,1286	0,0729	261
BR_GAAP	Total	-0,0020	-0,0017	0,0319	-0,1637	0,1052	-0,1105	0,0861	415
	Boas Notícias	0,0049	0,0040	0,0292	-0,1105	0,1012	-0,0746	0,0928	206
	Más Notícias	-0,0088	-0,0067	0,0330	-0,1637	0,1052	-0,1286	0,0544	209
BR_GAAP/IFRS	Total	0,0008	0,0001	0,0354	-0,0771	0,1494	-0,0771	0,1494	91
	Boas Notícias	-0,0004	-0,0003	0,0428	-0,0771	0,1494	-0,0771	0,1494	39
	Más Notícias	0,0017	0,0008	0,0291	-0,0574	0,0858	-0,0574	0,0858	52

Esta tabela apresenta a estatística descritiva dos retornos anormais médios diários (AARt) no dia da divulgação (dia do evento – dia zero) das demonstrações contábeis trimestrais das empresas brasileiras de capital aberto com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e que foram classificadas como que apresentaram os maiores escores do BCGI (4º quartil – 25% maiores) da amostra total. O BCGI (Brazilian Corporate Governance index) é um índice que mensura os atributos das empresas em relação ao seu comprometimento com as práticas de governança corporativa. O índice foi construído por Lopes e Walker (2008) e baseia-se em quatro dimensões: disclosure, composição e funcionamento do conselho de administração, estrutura de propriedade e controle, e, direitos dos acionistas; sendo que a nota da empresa pode variar de 0 a 1. Os AARt foram mensurados pela diferença entre o retorno da ação “i” no dia “t” menos o seu retorno esperado, estimado pelo modelo de retorno ajustado ao risco e ao mercado ($AR_{it} = e_{it} - Rit - [\alpha_0 + \beta_1 R_{mt}]$). O período da pesquisa é de 1995 a 2009. O estudo de evento foi segregado em 3 períodos distintos: i) “Período Total”, que compreende 57 trimestres (1995:1 a 2009:4); ii) “BR_GAAP”, que compreende 52 trimestres (1995:1 a 2007:4); e, iii) “Período “BR_GAAP_IFRS”, que compreende 5 trimestres (2008:4 a 2009:4). Adicionalmente, a amostra também foi segregada em 3 dimensões: i) Total – inclui todos os eventos, independente de representarem “boas” ou “más” notícias; ii) Boas Notícias: compreende as observações das empresas-trimestre cuja variação no resultado contábil (lucro ou prejuízo) no trimestre “t” em relação ao mesmo trimestre “t” do ano anterior é positiva; caso contrário, é “má notícia”(iii). O AAR é mensurado conforme Brown e Warner (1985) e MacKinlay (1997).

A Tabela 16 apresenta os testes de significância estatística para os retornos anormais médios. Observaram-se retornos anormais estatisticamente significativos para as empresas que apresentaram “Boas Notícias” e para as que apresentaram “Más Notícias” no período BR_GAAP (1995 a 2007). Entretanto, para o período BR_GAAP/IFRS (2008 a 2009), que se constitui o de maior interesse da pesquisa, não foi possível detectar retornos anormais

estatisticamente significativos. Adicionalmente, considerando especificamente para este período outras modelagens de cálculo do retorno anormal, dispostos na Tabela 17, também não foram identificados retornos anormais estatisticamente significativos no dia do evento, ou seja, data de divulgação das demonstrações contábeis.

Ainda analisando os retornos anormais, mas de forma acumulada, a Tabela 18 demonstra que para as empresas que apresentaram “Boas Notícias” no período BR_GAAP, constataram-se retornos anormais significativos para as janelas de 1 dia, 6 dias (-5, 0) e 11 dias (-5, +5). Para o período BR_GAAP/IFRS também houve retornos anormais estatisticamente significativos para as janelas de acumulações de 6 dias (0, +5) e de 11 dias (-5, +5). Resultados similares foram percebidos em ambos os períodos para as empresas que apresentaram “Más Notícias”.

Tabela 16 – Retornos Anormais Médios da Amostra BCGI

Amostra	Dia	PERÍODO TOTAL				PERÍODO BR_GAAP				PERÍODO BR_GAAP/IFRS			
		AAR	Estatística Z		Obs.	AAR	Estatística Z		Obs.	AAR	Estatística Z		Obs.
			Valor	Prob.			Valor	Prob.			Valor	Prob.	
TOTAL	-5	-0,0008	-0,63	0,53	506	-0,0011	-0,69	0,49	415	0,0008	0,00	1,00	91
	-4	0,0023	2,16	0,03 *	505	0,0025	2,16	0,03 *	414	0,0017	0,41	0,68	91
	-3	0,0028	1,90	0,06	506	0,0026	1,73	0,08	415	0,0039	0,74	0,46	91
	-2	0,0007	-0,13	0,89	506	0,0002	-0,52	0,61	415	0,0030	0,95	0,34	91
	-1	-0,0002	-0,66	0,51	506	-0,0009	-1,32	0,19	415	0,0029	1,36	0,17	91
	0	-0,0015	-0,86	0,39	506	-0,0020	-0,88	0,38	415	0,0008	-0,16	0,87	91
	1	-0,0005	-1,56	0,12	506	-0,0006	-1,30	0,19	415	-0,0001	-1,10	0,27	91
	2	0,0010	-0,26	0,80	505	0,0013	0,03	0,98	414	-0,0008	-0,63	0,53	91
	3	0,0004	0,39	0,70	506	0,0001	0,38	0,70	415	0,0016	0,07	0,95	91
	4	0,0005	0,07	0,94	504	-0,0010	-1,29	0,20	413	0,0074	2,93	0,00 **	91
	5	0,0003	-0,26	0,80	505	-0,0002	-0,55	0,58	414	0,0025	0,86	0,39	91
BOAS NOTÍCIAS	-5	0,0010	0,57	0,57	245	0,0007	0,40	0,69	206	0,0025	0,57	0,57	39
	-4	0,0036	2,19	0,03 *	244	0,0039	2,02	0,04 *	205	0,0024	0,91	0,36	39
	-3	0,0023	1,59	0,11	245	0,0021	1,53	0,13	206	0,0034	0,67	0,50	39
	-2	0,0013	0,43	0,67	245	0,0011	0,45	0,65	206	0,0021	0,04	0,97	39
	-1	0,0017	0,55	0,58	245	0,0007	-0,24	0,81	206	0,0071	1,69	0,09	39
	0	0,0040	2,14	0,03 *	245	0,0049	2,57	0,01 *	206	-0,0004	-0,42	0,68	39
	1	0,0005	-0,52	0,60	245	0,0014	0,18	0,86	206	-0,0039	-2,00	0,05 *	39
	2	0,0012	-0,40	0,69	245	0,0015	-0,22	0,82	206	-0,0009	-0,47	0,64	39
	3	0,0005	0,47	0,64	245	0,0000	0,14	0,89	206	0,0031	0,98	0,33	39
	4	-0,0008	-0,80	0,42	243	-0,0021	-1,57	0,12	204	0,0056	1,52	0,13	39
	5	0,0000	-0,51	0,61	245	-0,0003	-0,56	0,58	206	0,0018	-0,01	0,99	39
MÁS NOTÍCIAS	-5	-0,0024	-1,40	0,16	261	-0,0029	-1,27	0,20	209	-0,0004	-0,46	0,65	52
	-4	0,0011	0,92	0,36	261	0,0011	1,04	0,30	209	0,0012	-0,12	0,91	52
	-3	0,0033	1,08	0,28	261	0,0031	0,94	0,35	209	0,0042	0,47	0,64	52
	-2	0,0001	-0,57	0,57	261	-0,0007	-1,12	0,26	209	0,0036	1,27	0,21	52
	-1	-0,0020	-1,42	0,16	261	-0,0024	-1,62	0,11	209	-0,0003	0,23	0,82	52
	0	-0,0067	-3,23	0,00 **	261	-0,0088	-3,64	0,00 **	209	0,0017	0,15	0,88	52
	1	-0,0015	-1,62	0,10	261	-0,0025	-1,96	0,05 *	209	0,0027	0,15	0,88	52
	2	0,0008	0,03	0,98	260	0,0011	0,26	0,79	208	-0,0008	-0,42	0,68	52
	3	0,0003	0,10	0,92	261	0,0003	0,42	0,68	209	0,0004	-0,59	0,55	52
	4	0,0018	0,80	0,43	261	0,0001	-0,33	0,74	209	0,0087	2,43	0,02 *	52
	5	0,0005	0,14	0,89	260	-0,0002	-0,21	0,83	208	0,0030	1,19	0,23	52

Esta tabela apresenta os testes de significância estatística para os retornos anormais médios diários (AAR), mensurados pela diferença entre o retorno da ação “i” no dia “t” menos o seu retorno esperado, estimado pelo modelo de retorno ajustado ao risco e ao mercado ($AR_{it} = \varepsilon_{it} = R_{it} - [\alpha_0 + \beta_i R_{mt}]$), para o período de 11 dias em torno da data da divulgação das demonstrações financeiras trimestrais (dia do evento) das empresas brasileiras de capital aberto que participaram da carteira teórica do Ibovespa no período da pesquisa. O período da pesquisa é de 1995 a 2009. O BCGI (Brazilian Corporate Governance index) é um índice que mensura os atributos das empresas em relação ao seu comprometimento com as práticas de governança corporativa. O índice foi construído por Lopes e Walker (2008) e baseia-se em quatro dimensões: disclosure, composição e funcionamento do conselho de administração, estrutura de propriedade e controle, e, direitos dos acionistas; sendo que a nota da empresa pode variar de 0 a 1. A amostra “Maior Escore BCGI” compreende as empresas que apresentam as notas mais altas do BCGI, correspondendo ao 4º quartil (25% maiores) da amostra total. O estudo de eventos foi segregado em 3 períodos distintos: i) “Período Total”, que compreende 57 trimestres (1995:1 a 2009:1); ii) “BR_GAAP”, que compreende 52 trimestres (1995:1 a 2007:4); e, iii) “Período BR_GAAP_IFRS”, que compreende 5 trimestres (2008:4 a 2009:4). O AAR e estatística t mensurados conforme Brown e Warner (1985). *, ** indicam nível de significância (bicaudal) ao nível de 5% e de 1%, respectivamente.

Tabela 17 – Retornos Anormais Médios da Amostra BCGI – Período BR_GAAP/IFRS

Amostra	Dia	Modelo Ajustado ao Risco e ao Mercado			Modelo Ajustado a Média do Mercado			Modelo Ajustado a Média do Portfólio			Obs
		AAR	Estatística Z		AAR	Estatística Z		AAR	Estatística Z		
			Valor	Prob.		Valor	Prob.		Valor	Prob.	
TOTAL	-5	0,0008	0,00	1,00	0,0002	-0,10	0,92	0,0017	0,44	0,66	91
	-4	0,0017	0,41	0,68	0,0000	-0,53	0,59	0,0010	0,08	0,94	91
	-3	0,0039	0,74	0,46	0,0028	0,32	0,75	0,0030	0,39	0,70	91
	-2	0,0030	0,95	0,34	0,0023	0,56	0,57	0,0024	0,57	0,57	91
	-1	0,0029	1,36	0,17	0,0023	1,00	0,32	0,0022	0,90	0,37	91
	0	0,0008	-0,16	0,87	0,0004	-0,18	0,86	-0,0006	-0,41	0,68	91
	1	-0,0001	-1,10	0,27	-0,0010	-1,15	0,25	-0,0006	-1,06	0,29	91
	2	-0,0008	-0,63	0,53	-0,0021	-1,24	0,21	-0,0009	-0,64	0,52	91
	3	0,0016	0,07	0,95	0,0003	-0,63	0,53	0,0016	-0,02	0,99	91
	4	0,0074	2,93	0,00 **	0,0068	2,31	0,02 *	0,0064	2,27	0,02 *	91
	5	0,0025	0,86	0,39	0,0025	0,55	0,58	0,0027	0,69	0,49	91
BOAS NOTÍCIAS	-5	0,0025	0,57	0,57	0,0026	0,60	0,55	0,0036	0,73	0,47	39
	-4	0,0024	0,91	0,36	0,0013	0,10	0,92	0,0019	0,78	0,43	39
	-3	0,0034	0,67	0,50	0,0014	-0,03	0,98	0,0031	0,67	0,50	39
	-2	0,0021	0,04	0,97	0,0018	0,22	0,82	0,0025	0,33	0,74	39
	-1	0,0071	1,69	0,09	0,0081	2,11	0,04 *	0,0076	1,90	0,06	39
	0	-0,0004	-0,42	0,68	-0,0013	-0,45	0,66	-0,0009	-0,42	0,68	39
	1	-0,0039	-2,00	0,05 *	-0,0045	-2,07	0,04 *	-0,0029	-1,72	0,09	39
	2	-0,0009	-0,47	0,64	-0,0002	-0,36	0,72	0,0001	-0,17	0,87	39
	3	0,0031	0,98	0,33	0,0022	0,43	0,67	0,0031	1,02	0,31	39
	4	0,0056	1,52	0,13	0,0049	1,31	0,19	0,0049	1,35	0,18	39
	5	0,0018	-0,01	0,99	0,0012	-0,18	0,86	0,0010	-0,13	0,90	39
MÁS NOTÍCIAS	-5	-0,0004	-0,46	0,65	-0,0016	-0,73	0,47	0,0002	-0,01	0,99	52
	-4	0,0012	-0,12	0,91	-0,0009	-0,79	0,43	0,0004	-0,57	0,57	52
	-3	0,0042	0,47	0,64	0,0039	0,37	0,71	0,0029	0,06	0,95	52
	-2	0,0036	1,27	0,21	0,0027	0,63	0,53	0,0024	0,45	0,66	52
	-1	-0,0003	0,23	0,82	-0,0021	-0,55	0,58	-0,0018	-0,56	0,57	52
	0	0,0017	0,15	0,88	0,0018	0,25	0,80	-0,0004	-0,23	0,82	52
	1	0,0027	0,15	0,88	0,0016	0,15	0,88	0,0012	-0,03	0,98	52
	2	-0,0008	-0,42	0,68	-0,0035	-1,33	0,18	-0,0017	-0,68	0,49	52
	3	0,0004	-0,59	0,55	-0,0012	-1,12	0,26	0,0005	-0,74	0,46	52
	4	0,0087	2,43	0,02 *	0,0083	1,88	0,06	0,0075	1,89	0,06	52
	5	0,0030	1,19	0,23	0,0035	0,83	0,41	0,0039	0,99	0,32	52

Esta tabela apresenta os testes de significância estatística para os retornos anormais médios diários (AAR), mensurados pela diferença entre o retorno da ação “i” no dia “t” menos o seu retorno esperado, estimado de acordo com três modelos: i) Ajustado ao risco e ao mercado ($AR_{it} = \varepsilon_{it} = R_{it} - [\alpha_0 + \beta_i R_{mt}]$); ii) Ajustado a Média do Mercado ($AR_{it} = \varepsilon_{it} = R_{it} - R_{mt}$); iii) Ajustado para a média da amostra ($AR_{it} = \varepsilon_{it} = R_{it} - R_{Amostra, t}$). O período considerado é de 11 dias em torno da data da divulgação das demonstrações financeiras trimestrais (dia do evento) das empresas brasileiras de capital aberto que participaram da carteira teórica do Ibovespa e possuem os maiores escores do BCGI. O período considerado é o denominado de BR_GAAP/IFRS (2008 a 2009). A amostra foi segregada em 3 dimensões: i) Total – inclui todos os eventos, independente de representarem “boas” ou “más” notícias; ii) Boas Notícias: compreende as observações das empresas-trimestre cuja variação no resultado contábil (lucro ou prejuízo) no trimestre “t” em relação ao mesmo trimestre “t” do ano anterior é positiva (no padrão contábil vigente do período da amostra); caso contrário, são consideradas “Más Notícias”(iii). O AAR é mensurado conforme Brown e Warner (1985) e MacKinlay (1997). A Estatística Z para o AAR foi calculada de acordo com Wilcoxon (1945). *, ** indicam nível de significância (bicaudal) ao nível de 5% e de 1%, respectivamente.

Tabela 18 – Retornos Anormais Cumulativos Médios da Amostra BCGI

Painel A - Amostra "Boas Notícias"				
Período da Amostra	Janelas de Acumulação	CAAR _{t1,t2}	Estatística-T	Prob.
BR_GAAP	1 Dia (0)	0,00488	2,57	0,01 *
	6 Dias (-5, 0)	0,01331	3,37	0,00 **
	6 Dias (0, +5)	0,00543	1,37	0,17
	11 Dias (-5, +5)	0,01385	2,59	0,01 **
BR_GAAP/IFRS	1 Dia (0)	-0,00040	-0,42	0,68
	6 Dias (-5, 0)	0,00541	0,66	0,51
	6 Dias (0, +5)	0,01716	2,08	0,04 *
	11 Dias (-5, +5)	0,02297	2,06	0,04 *
Painel B - Amostra "Más Notícias"				
Período da Amostra	Janelas de Acumulação	CAAR _{t1,t2}	Estatística-T	Prob.
BR_GAAP	1 Dia (0)	-0,00880	-3,64	0,00 **
	6 Dias (-5, 0)	-0,01061	-2,49	0,01 *
	6 Dias (0, +5)	-0,00993	-2,33	0,02 *
	11 Dias (-5, +5)	-0,01175	-2,04	0,04 *
BR_GAAP/IFRS	1 Dia (0)	0,00169	0,15	0,88
	6 Dias (-5, 0)	0,01571	2,17	0,03 *
	6 Dias (0, +5)	0,00995	1,37	0,17
	11 Dias (-5, +5)	0,02397	2,45	0,01 *

Esta tabela apresenta os testes de significância estatística para os retornos anormais cumulativos médios (CAAR_{t1,t2}) para 4 diferentes períodos de acumulação em torno da data de divulgação das demonstrações financeiras trimestrais (dia do evento) das empresas brasileiras de capital aberto com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) entre 1995 e 2009 e que foram classificadas como que apresentaram os maiores escores do BCGI (4º quartil – 25% maiores) da amostra total. O BCGI (Brazilian Corporate Governance index) é um índice que mensura os atributos das empresas em relação ao seu comprometimento com as práticas de governança corporativa. O índice foi construído por Lopes e Walker (2008) e baseia-se em quatro dimensões: disclosure, composição e funcionamento do conselho de administração, estrutura de propriedade e controle, e, direitos dos acionistas; sendo que a nota da empresa pode variar de 0 a 1. O Painel A apresenta a subamostra denominada “Boas Notícias”, que compreende as observações das empresas-trimestre cuja variação no resultado contábil (lucro ou prejuízo) no trimestre “t” em relação ao mesmo trimestre “t” do ano anterior é positiva. O Painel B apresenta a subamostra denominada “Más Notícias”, que compreende as observações das empresas-trimestre cuja variação no resultado contábil (lucro ou prejuízo) no trimestre “t” em relação ao mesmo trimestre “t” do ano anterior é negativa. O estudo de eventos foi segregado em 2 períodos distintos: i) “BR_GAAP”, que compreende 52 trimestres (1995:1 a 2007:4); e, ii) “Período BR_GAAP/IFRS”, que compreende 5 trimestres (2008:1 a 2009:1). CAAR_{t1,t2} obtido através das seguintes equações:

$$CAAR_{[t1,t2]} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t \quad AAR_t = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} AR_{it} \quad AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

Onde: CAAR_(t1,t2) = o retorno anormal cumulativo médio do período t1 a t2; AAR_t = retorno anormal médio no dia “t”; N_t = número de observações de no dia “t”; AR_{it} = retorno anormal da empresa “i” no dia “t”; R_{it} = retorno logarítmico da empresa “i” no dia “t”; α_i β_i = coeficientes angular e linear da empresa “i” calculados no período de estimação dos retornos esperados (-196 dias, -16 dias; R_{mt} = retorno logarítmico do mercado (Ibovespa) no dia “t”.

A estatística t para os CAAR_(t1,t2) entre o dia t₁ e t₂ foi sistematizada de acordo com Brown e Warner (1980) e MacKinlay (1997). *, ** indicam nível de significância (bicaudal) ao nível de 5% e de 1%, respectivamente.

Os Gráficos 7, 8 e 9 ilustram o comportamento dos retornos anormais médios cumulativos (CAAR) da Amostra BCGI para os três períodos do estudo. Salienta-se o comportamento atípico dos retornos anormais no período BR_GAAP/IFRS (2008 a 2009).

Gráfico 7 –CAAR da Amostra BCGI para o Período TOTAL (1995 a 2009)

Gráfico 8 – CAAR da Amostra BCGI para o Período BR_GAAP (1995 a 2007)

Gráfico 9 – CAAR da Amostra BCGI para o Período BR_GAAP/IFRS (2008 a 2009)

Por fim, foi testada a hipótese H1 da pesquisa, que considera não haver diferença entre o conteúdo informacional das demonstrações contábeis no período “BR_GAAP/IFRS” em relação ao período “BR_GAAP” para as empresas que dispõem de incentivos para serem mais informativas. A expectativa desta hipótese é que para as empresas que estão imersas em um ambiente institucional considerado fraco podem ter incentivos para saírem deste ambiente para captar recursos em mercados externos mais abundantes. Assim sendo, essas empresas, possivelmente terão maiores incentivos para serem mais informativas aos investidores, auxiliando-os no seu monitoramento. Desta forma, espera-se que somente a adoção de padrões contábeis mais sofisticados, como as IFRS não tenham um efeito significativo sobre o nível informacional destas empresas.

Os resultados da Tabela 19, que contempla as empresas com maior escore BCGI, confirmam as expectativas comentadas anteriormente (hipótese H1), mas somente para as empresas que apresentaram “Boas Notícias”. Ou seja, para essa subamostra, o conteúdo informacional da contabilidade não alterou entre os períodos “BR_GAAP” e “BR_GAAP/IFRS”. Para a subamostra de “Más Notícias”, os resultados evidenciam que o conteúdo informacional no período “BR_GAAP/IFRS” é maior em relação ao período “BR_GAAP”. Estes resultados da subamostra “Más Notícias” estão contrários ao esperado.

Tabela 19 – Teste de Diferença de Média da Amostra BCGI

Painel A - Retornos Anormais Médios Cumulativos - Amostra "Boas Notícias"					
Modelo	Janela de Acumulação	Diferença de Média	Valor T	Signif.	H1: $\left \frac{CAAR^{BR_GAAP/IFRS}}{CAAR^{BR_GAAP}} \right =$
CAAR (t1, t2)	1 Dia (0)	-0,0053	-0,74	0,77	Aceita
	6 Dias (-5, 0)	0,0039	0,35	0,36	Aceita
	6 Dias (0, +5)	0,0000	0,00	0,50	Aceita
	11 Dias (-5, +5)	0,0091	0,60	0,27	Aceita
Painel B - Retornos Anormais Médios Cumulativos - Amostra "Más Notícias"					
	Janela de Acumulação	Diferença de Média	Valor T	Signif.	H1: $\left \frac{CAAR^{BR_GAAP/IFRS}}{CAAR^{BR_GAAP}} \right =$
CAAR (t1, t2)	1 Dia (0)	0,0105	2,10	0,02*	Rejeita
	6 Dias (-5, 0)	0,0206	2,03	0,02*	Rejeita
	6 Dias (0, +5)	0,0256	2,44	0,01**	Rejeita
	11 Dias (-5, +5)	0,0357	2,50	0,01**	Rejeita

Esta tabela apresenta os resultados do teste t de diferença de médias para amostras independentes dos retornos anormais cumulativos médios ($CAAR_{(ti,t2)}$) das diferentes janelas de acumulações. A amostra é composta por empresas que compuseram a amostra total da pesquisa e que foram classificadas como sendo as que apresentaram os maiores escores do BCGI (4º quartil – 25% maiores) da amostra total. O BCGI (Brazilian Corporate Governance index) é um índice que mensura os atributos das empresas em relação ao seu comprometimento com as práticas de governança corporativa. O índice foi construído por Lopes e Walker (2008) e baseia-se em quatro dimensões: disclosure, composição e funcionamento do conselho de administração, estrutura de propriedade e controle, e, direitos dos acionistas; sendo que a nota da empresa pode variar de 0 a 1. O Painel A apresenta a subamostra denominada “Boas Notícias”, que compreende as observações das empresas-trimestre cuja variação no resultado contábil (lucro ou prejuízo) no trimestre “t” em relação ao mesmo trimestre “t” do ano anterior é positiva. O Painel B apresenta a subamostra denominada “Más Notícias”, que compreende as observações das empresas-trimestre cuja variação no resultado contábil (lucro ou prejuízo) no trimestre “t” em relação ao mesmo trimestre “t” do ano anterior é negativa. Todos os valores são obtidos a partir da mensuração dos retornos anormais utilizando-se o modelo ajustado ao risco e ao mercado ($AR_{it} = \varepsilon_{it} = R_{it} - [\alpha_0 + \beta_i R_{mt}]$). $CAAR_{(ti,t2)}$ é igual a média aritmética dos AAR_i dos períodos de acumulações. Os retornos anormais médios diários (AAR_i) foram mensurados pela diferença entre o retorno da ação “i” no dia “t” menos o seu retorno esperado. *, ** indicam nível de significância (unicaudal) ao nível de 5% e de 1%, respectivamente.

4.2 Análise da Relevância da Informação Contábil - Perspectiva de Longo Prazo

Uma vez estabelecida à análise da reação do mercado de capitais brasileiro diante da divulgação das demonstrações contábeis elaboradas em momentos distintos e com diferentes conjuntos de regramentos contábeis, em uma perspectiva de curto prazo (estudo de eventos), torna-se oportuno endereçar esta investigação também sob a perspectiva de longo prazo.

Desta forma, será analisado o nível de associação de variáveis contábeis e variáveis de mercado sob duas abordagens distintas, mas complementares. A primeira abordagem examina a relação de longo prazo entre as variáveis contábeis “lucro” e “patrimônio líquido” e uma variável de mercado (preço). A literatura contábil (HOLTHAUSEN; WATTS, 2001; KOTHARI, 2001) classificam esta abordagem como estudos de associação. Notadamente, esta especificação que tem a variável dependente “preço” é conhecida como estudos de relevância a nível de preço (*price-level*), ou simplesmente, estudos de “*value relevance*”.

A segunda especificação dos modelos de associação entre variáveis contábeis e valores de mercado, analisa a relação entre o “lucro” e a “variação do lucro” em relação ao “retorno”. O objetivo desta especificação é capturar o quanto os retornos contemporâneos são explicados pelo lucro corrente da empresa. Ou seja, este modelo fornece uma medida de tempestividade das informações contábeis. Assim sendo, esta especificação também é conhecida como relevância a nível de retorno (*return-level*), ou *timeliness*.

Estas duas especificações (preço e retorno) estão contemplando a o estudo da hipótese (H2) da pesquisa⁶⁰. Adicionalmente, a hipótese (H3), que avalia a relevância dos ajustes de reconciliação do lucro líquido e do patrimônio líquido no período de transição entre o padrão contábil brasileiro (BR_GAAP) e o padrão híbrido (BR_GAAP/IFRS), será abordada de forma conjunta com a análise da hipótese (H2). Esta decisão deve-se ao fato que ambas as hipóteses (H2 e H3) consideram os mesmos modelos econométricos de relevância (nível preço e retorno), assim uma análise conjunta possibilita uma visão mais abrangente das relações investigadas.

Importante também destacar que todas as análises são realizadas com dados anuais e trimestrais. As informações trimestrais não são cumulativas, isto é, referem-se somente ao trimestre analisado.

4.2.1 Análise da Relevância Através do Modelo de Preço (*Price-Level*)

⁶⁰ Conforme detalhado na introdução do Capítulo 4.

4.2.1.1 Dados Anuais

A Tabela 20 apresenta a estatística descritiva do modelo de relevância anual. Nesta tabela estão apresentadas as variáveis consideradas para a especificação do modelo econométrico da hipótese (H2), ou seja, “Preço”, “Lucro” e “PL”; e, as consideradas para a especificação do modelo econométrico da hipótese (H3): “Preço”, “Lucro”, “PL”, “Lucro^{11.638-6.404}” e “PL^{11.638-6.404}”.

Os dados apresentados nesta tabela evidenciam que as variáveis “Preço”, “Lucro” e “PL”, mesmo deflacionadas e controladas para a presença de valores extremos (*outliers*), ainda apresentam uma considerada variabilidade dos dados em relação a média. Por sua vez, as variáveis “Lucro^{11.638-6.404}” e “PL^{11.638-6.404}” apresentam seus valores mais próximos da média. O reduzido número de observações (35) das variáveis “Lucro^{11.638-6.404}” e “PL^{11.638-6.404}” devem-se ao fato que a amostra da pesquisa está restrita as empresas que participaram da carteira teórica do Ibovespa durante o período compreendido pelo estudo. Assim, a quantidade de empresas naturalmente é reduzida. Além disso, outros fatores contribuíram: os ajustes de reconciliação do lucro líquido e do patrimônio líquido ocorreram somente no ano de 2008; algumas empresas não disponibilizaram de forma clara os seus ajustes, sendo desconsideradas; e, o tratamento de *outliers*.

Tabela 20 – Estatística Descritiva do Modelo de Relevância Anual – Nível Preço

Variável	Média	Mediana	Desvio	Mínimo	Máximo	P1	P99	Obs.
Preço	1,1928	1,0936	0,6166	0,1913	5,3306	0,2664	3,3562	576
Lucro	0,1306	0,1169	0,2311	-1,3110	1,1678	-0,5993	0,9270	576
PL	1,8696	1,0531	2,1363	0,0256	14,3801	0,0394	10,7244	576
Lucro ^{11.638-6.404}	-0,0652	-0,0087	0,2757	-0,6918	0,8275	-0,6918	0,8275	35
PL ^{11.638-6.404}	-0,0584	-0,0186	0,1506	-0,4491	0,2835	-0,4491	0,2835	35

Esta tabela apresenta a estatística descritiva das empresas brasileiras de capital aberto e que participaram da carteira teórica do Ibovespa durante os anos de 1995 a 2009. PREÇO é a cotação de fechamento da ação “i” no último dia útil do mês de março do ano “t+1”, deflacionado pelo preço do final do ano “t-1”; LUCRO é o valor do lucro por ação da empresa “i” no ano “t”, deflacionado pelo preço do final do ano “t-1”; PL é o patrimônio líquido por ação da empresa “i” no ano “t”, deflacionado pelo preço do final do ano “t-1”; LUCRO^{11.638-6.404} é o ajuste de reconciliação do lucro líquido entre o padrão contábil híbrido (Lei 11.638) e o padrão contábil brasileiro (Lei 6.404/76); PL^{11.638-6.404} é o ajuste de reconciliação do patrimônio líquido entre o padrão contábil híbrido (Lei 11.638) e o padrão contábil brasileiro (Lei 6.404/76). Para tratamento dos outliers foram excluídas das variáveis “Preço”, “Lucro” e “PL” as observações extremas (1% maiores e 1% menores) e para as variáveis “LUCRO^{11.638-6.404}” e “PL^{11.638-6.404}” excluíram-se as observações 5% maiores e 5% menores.

A matriz de correlação de Pearson é apresentada na Tabela 21. O Painel A evidencia que os coeficientes de correlação entre as variáveis são estatisticamente significativos. O Painel B

apresenta as variáveis consideradas especificamente para a especificação que testa a hipótese (H3). Novamente as variáveis “Lucro” e “PL” estão correlacionadas positivamente com a variável “Preço”, entretanto as variáveis “Lucro^{11.638-6.404}” e “PL^{11.638-6.404}” apresentaram coeficientes de correlação reduzidos.

Tabela 21 – Matriz de Correlação do Modelo de Relevância Anual
Painel A: Matriz de Correlação para os dados do Período 1995 a 2009

Variável	Preço	Lucro	PL
Preço	1		
Lucro	0.4019*	1	
PL	0.1751*	0.2486*	1

Painel B: Matriz de Correlação para os dados do Ano de 2008

Variável	Preço	Lucro	PL	Lucro ^{11.638-6.404}	PL ^{11.638-6.404}
Preço	1				
Lucro	0,6338*	1			
PL	0,3716*	0,4076*	1		
Lucro ^{11.638-6.404}	0,0519	-0,0675	-0,0271	1	
PL ^{11.638-6.404}	0,2239	0,0437	-0,3716*	0,0094	1

* Indica nível de significância estatística de 10%.

A Tabela 22 apresenta os resultados das regressões anuais de relevância das informações contábeis, através dos mínimos quadrados ordinários (MQO)⁶¹. Os resultados encontrados ano-a-ano entre 1995 e 2009 evidenciam, para a amostra considerada nesta pesquisa, a preponderância dos lucros contábeis explicando o preço das ações. Os coeficientes da variável “patrimônio líquido”, com exceção dos anos de 2001, 2004 e 2005 não apresentaram significância estatística. Em relação a análise em conjunto do período 1995-2009, pode-se perceber que somente a variável “lucro” apresenta coeficiente estatisticamente significativo. O valor do R^2 para o período de 1995 a 2009 foi de 16,46%, valor considerado baixo, se comparado aos estudos de Francis e Schipper (1999), Collins *et al* (1997) e Lopes (2001). Entretanto este valores reduzidos devem-se em função da opção de deflacionar as variáveis para controlar o efeito escala (BROWN *et al*, 1999).

⁶¹ Salienta-se que também foi considerada a análise de Dados em Painel (efeitos fixos e aleatórios). Entretanto, como o objetivo da pesquisa é analisar a relevância da informação contábil ao longo dos anos, confrontando os resultados com os dos anos 2008 e 2009 (período com padrão contábil de maior qualidade no Brasil), entendeu-se que seria mais adequado considerar a abordagem MQO ano-a-ano e também na forma *pooled*. Adicionalmente, destaca-se que os resultados encontrados nas especificações MQO e em dados em painel não alteram as conclusões acerca dos fatos analisados.

Tabela 22 – Regressões Anuais de Relevância – Nível Preço

Ano	Coeficientes			R ² Ajustado	Obs.
	Constante	Lucro	PL		
1995	0,6798*** (10,6023)	0,5475*** (3,1646)	0,0050 (0,5187)	0,1309	37
1996	1,4622*** (8,0918)	0,4562* (1,9486)	-0,0190 (-0,4633)	0,0128	31
1997	1,1508*** (9,6307)	0,4677*** (3,6580)	-0,0120 (-0,5787)	0,1305	32
1998	0,8239*** (9,5298)	0,4771*** (4,6342)	-0,0206 (-1,5137)	0,1427	31
1999	1,8564*** (5,8770)	0,9875 (1,5503)	0,0535 (0,7402)	0,1303	25
2000	0,8287*** (6,7013)	0,8169*** (2,8523)	0,0033 (0,0789)	0,0397	39
2001	0,7120*** (9,4285)	1,1076*** (3,8895)	0,0627** (2,4780)	0,4926	41
2002	0,7636*** (8,3782)	0,3827* (1,8106)	0,0483 (0,9221)	0,0544	38
2003	1,6359*** (12,9567)	0,9396*** (2,8215)	-0,0286 (-0,6685)	0,0928	38
2004	0,8514*** (15,4548)	1,9811*** (9,9227)	-0,0595*** (-2,9732)	0,7122	39
2005	0,9508*** (7,0117)	1,5079*** (3,4406)	0,1147** (2,1074)	0,1797	39
2006	1,2255*** (8,2710)	1,6785* (1,9394)	-0,0725 (-1,1428)	0,0975	43
2007	0,8580*** (12,4783)	2,9819*** (3,5812)	-0,0027 (-0,0400)	0,3266	49
2008	0,5725*** (12,3658)	1,3777*** (5,3594)	0,0761 (1,4454)	0,3906	47
2009	1,3686*** (10,0401)	1,5031** (2,1102)	0,0503 (0,3890)	0,0751	47
1995 - 2009	1,0165*** (10,5068)	1,0191*** (5,6873)	0,0231 (0,6664)	0,1646	576

Esta tabela apresenta os resultados do modelo de relevância que tem a seguinte especificação:

$$\frac{P_{it}}{P_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{Lucro_{it}}{P_{it-1}} + \beta_2 \frac{PL_{it}}{P_{it-1}} + \varepsilon_{it}$$

PREÇO é a cotação de fechamento da ação “i” no último dia útil do mês de março do ano “t+1”, deflacionado pelo preço do final do ano “t-1”; LUCRO é o valor do lucro por ação da empresa “i” no ano “t”, deflacionado pelo preço do final do ano “t-1”; PL é o patrimônio líquido por ação da empresa “i” no ano “t”, deflacionado pelo preço do final do ano “t-1”. A amostra consistiu em todas as empresas brasileiras de capital aberto e que participaram da carteira teórica do Ibovespa durante os anos de 1995 a 2009. Para tratamento dos outliers foram excluídas de todas as variáveis as observações extremas (1% maiores e 1% menores). Os resultados são obtidos através de regressões MQO. Os valores entre parêntese indicam o erro robusto por cluster (PETERSEN, 2009). O fator de inflação da variância (VIF) apresentou em todas as regressões valores abaixo de 5. *, **, *** indicam significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Após considerar os valores encontrados na relação entre lucro/patrimônio líquido e preços, para testar as hipóteses (H2 e H3) da pesquisa, torna-se necessário agrupar estes períodos de tempo de acordo com o padrão contábil vigente no Brasil. Desta forma, a Tabela 23 apresenta os resultados para a relevância das informações contábeis para três períodos distintos: i) para os períodos de vigência do padrão contábil brasileiro, BR_GAAP (1995 a 2007); ii) para o período de transição do padrão contábil brasileiro para o híbrido, BR_GAAP/IFRS (2008); iii) para o período de vigência do padrão contábil híbrido no Brasil (2008 a 2009).

O valor do coeficiente de determinação, R^2 , do período de vigência do padrão contábil brasileiro (1995 a 2007) foi de 0,1643. Este valor torna-se importante quando o compararmos com o valor do R^2 no período de transição para o padrão híbrido no Brasil, ou a adoção parcial das normas IFRS. Para a especificação que analisa o ano de 2008 isoladamente, percebeu-se que o R^2 praticamente triplicou (0,4765). Estes resultados confirmam a hipótese (H2), que postula que as informações contábeis tem maior associação com os preços mediante um padrão contábil de maior qualidade (IFRS), mesmo que ainda não adotado de forma plena. Salienta-se que para o período após a vigência do padrão contábil híbrido no Brasil (2008 e 2009) o valor do R^2 , continuou superior ao do período de vigência do padrão contábil brasileiro (1995 a 2007)⁶².

Em relação à hipótese (H3), que postula que os ajustes de reconciliação do lucro líquido e do patrimônio líquido são relevantes para o mercado de capitais brasileiro, a Tabela 23 demonstra que o coeficiente do ajuste de reconciliação do patrimônio líquido foi estatisticamente significativo (Coef: 0,7635 Estat-t: 3,2912) ao nível de 1%. Este resultado confirma a Hipótese (H3), ou seja, que as informações contábeis geradas em diferentes conjuntos de regramentos (normas), mesmo que se refiram aos mesmos eventos econômicos, possuem relevância, ou seja, alteram as expectativas futuras dos investidores. Estes resultado encontrados com os dados anuais estão coerentes com a literatura internacionais (HORTON; SERAFEIM, 2009).

⁶² Estes resultados estão alinhados com os encontrados na Tabela 22 para o ano de 2008 (R^2 : 0,3906).

Tabela 23 – Comparativo da Relevância Anual – Nível Preço

Variável	Período		
	1995 a 2007	2008	2008 a 2009
Constante	1,0231*** (13,1398)	0,5646*** (11,7111)	0,8277** (2,3667)
Lucro ^{6.404}	0,9712*** (5,6979)		
PL ⁶⁴⁰⁴	0,0220 (0,6664)		
Lucro ^{11.638}		1,0894** (2,4873)	2,0488*** (6,8097)
PL ^{11.638}		0,2108*** (3,2440)	0,2035*** (13,0526)
Lucro ^{11.638 - 6.404}		-0,0010 (-0,0097)	
PL ^{11.638 - 6.404}		0,7635*** (3,2912)	
R ² Ajustado	0,1643	0,4765	0,2317
Observações	482	31	94

Esta tabela apresenta os resultados das especificações dos modelos de relevância:

$$\begin{aligned}
 (1995 \text{ a } 2007) \quad & \frac{P_{it}}{P_{i,t-1}} = \alpha_0 + \beta_1 \frac{\text{Lucro}_{it}^{6.404}}{P_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{PL_{it}^{6.404}}{P_{i,t-1}} + \varepsilon_{it} \\
 (2008) \quad & \frac{P_{it}}{P_{i,t-1}} = \alpha_0 + \beta_1 \frac{\text{Lucro}_{it}^{11.638}}{P_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{PL_{it}^{11.638}}{P_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\text{Lucro}_{it}^{11.638-6.404}}{P_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{PL_{it}^{11.638-6.404}}{P_{i,t-1}} + \varepsilon_{it} \\
 (2008 \text{ a } 2009) \quad & \frac{P_{it}}{P_{i,t-1}} = \alpha_0 + \beta_1 \frac{\text{Lucro}_{it}^{11.638}}{P_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{PL_{it}^{11.638}}{P_{i,t-1}} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

Os resultados comparativos da relevância das informações contábeis em três momentos distintos: i) 1995 a 2007 que representa o período em que o padrão contábil brasileiro (BR_GAAP) esteve em vigência no Brasil; ii) 2008 representa o período em que houve a adoção parcial das normas IFRS no Brasil, e o período no qual as empresas tiveram que divulgar os seus ajustes de reconciliação do lucro líquido e do patrimônio líquido para fins de comparabilidade; iii) 2008 e 2009 representam o período pós adoção parcial das normas IFRS no Brasil (BR_GAAP/IFRS), no qual a contabilidade brasileira está inserida em um modelo que pode ser considerado híbrido. Lucro^{6.404} é o lucro líquido da empresa “i” no ano “t” conforme a Lei 6.404/76; PL⁶⁴⁰⁴ é o patrimônio líquido da empresa “i” no ano “t” conforme a Lei 6.404/76; Lucro^{11.638} é o lucro líquido da empresa “i” no ano “t” conforme a Lei 11.638/07; PL^{11.638} é o patrimônio líquido da empresa “i” no ano “t” conforme a Lei 11.638/07; LUCRO^{11.638-6.404} é o ajuste de reconciliação do lucro líquido entre o padrão contábil híbrido (Lei 11.638) e o padrão contábil brasileiro (Lei 6.404/76); PL^{11.638-6.404} é o ajuste de reconciliação do patrimônio líquido entre o padrão contábil híbrido (Lei 11.638) e o padrão contábil brasileiro (Lei 6.404/76). Para tratamento dos outliers foram excluídas das variáveis “Preço”, “Lucro” e “PL” as observações extremas (1% maiores e 1% menores) e para as variáveis “LUCRO^{11.638-6.404}” e “PL^{11.638-6.404}” excluíram-se as observações 5% maiores e 5% menores. Os resultados são obtidos através de regressões MQO. Os valores entre parêntese indicam o erro robusto por cluster (PETERSEN, 2009). O fator de inflação da variância (VIF) apresentou em todas as regressões valores abaixo de 5. *, **, *** indicam significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

4.2.1.2 Dados Trimestrais

Adicionalmente, também se torna oportuno analisar a associação entre as informações contábeis e os valores de mercado utilizando dados trimestrais. Kothari (2001, p.148) destaca quatro vantagens na utilização de dados trimestrais⁶³:

[...] Em primeiro lugar, os lucros trimestrais são sazonais em muitas indústrias, devido à sazonalidade da sua atividade principal (por exemplo, as vendas de vestuário e vendas de brinquedos). Em segundo lugar, o lucro trimestral é mais oportuno/tempestivo, então o uso de uma previsão de lucro trimestral como *proxy* para a expectativa do mercado é provavelmente mais preciso do que usar um velho previsão de faturamento anual. Em terceiro lugar, GAAP exige que o período de relatório trimestral é visto como parte integrante do relatório anual [...] Mais importante ainda, os lucros trimestrais são potencialmente mais consistentes para testar a teoria positiva em contabilidade baseada nas hipóteses de pesquisa contábil em mercado de capitais [...] Finalmente, há quatro vezes mais observações trimestrais que observações anuais.

Dentre as considerações de Kothari para o uso de dados trimestrais, aplicam-se a esta pesquisa as três últimas vantagens. Ou seja, as informações trimestrais são mais tempestivas que as anuais, visto a maior frequência de divulgação e o menor intervalo de tempo entre estas divulgações; o fato das informações trimestrais serem sinalizadores dos resultados que serão reportados nas demonstrações contábeis anuais; a maior consistência dos dados trimestrais para testar as informações contábeis nas pesquisas de contabilidade e mercado de capitais; e, por fim pelo maior número de observações. As análises das informações trimestrais serão conduzidas de forma similar às anuais.

Inicialmente, a Tabela 24 reporta a estatística descritiva para o modelo de relevância. O número de observações é nitidamente superior (2.295) aos dados anuais (576 observações). Os valores das variáveis “Preço”, “Lucro” e “PL” estão todos apresentados “por ação” e deflacionados pelo valor do preço do fim do período “*t-1*” para mitigar o efeito escala (BROWN *et al*, 1999; EASTON; SOMMER, 2003).

⁶³ Tradução livre de: “[...] First, quarterly earnings are seasonal in many industries because of the seasonal nature of their main business activity (e.g., apparel sales and toy sales). Second, quarterly earnings are more timely, so the use of a quarterly earnings forecast as a proxy for the market’s expectation is likely more accurate than using a stale annual earnings forecast. Third, GAAP requires that the quarterly reporting period is viewed as an integral part of the annual reporting period [...] More importantly, quarterly earnings are potentially a more powerful setting to test positive accounting theory based and capital markets research hypotheses [...] Finally, there are four times as many quarterly earnings observations as annual earnings observations.”

Tabela 24 – Estatística Descritiva do Modelo de Relevância Trimestral – Nível Preço

Variável	Média	Mediana	Desvio	Mínimo	Máximo	P1	P99	Obs.
Preço	1,0427	1,0229	0,2738	0,4248	2,1140	0,4916	1,8773	2.295
Lucro	1,9419	1,1256	2,2440	0,0399	15,2795	0,0772	11,7305	2.295
PL	0,0295	0,0286	0,0879	-0,6100	0,4508	-0,3263	0,2955	2.295

Esta tabela demonstra a estatística descritiva das empresas brasileiras de capital aberto e que participaram da carteira teórica do Ibovespa durante os anos de 1995 a 2009. PREÇO é a cotação de fechamento da ação “i” 45 dias (quando se tratar do 1º, 2º e 3º trimestres) após o final do trimestre “t” e 3 meses após o trimestre “t” quando se tratar do 4º trimestre), deflacionado pelo preço do final do trimestre “t-1”; LUCRO é o valor do lucro por ação da empresa “i” no trimestre “t”, deflacionado pelo preço do final do trimestre “t-1”; PL é o patrimônio líquido por ação da empresa “i” no trimestre “t”, deflacionado pelo preço do final do trimestre “t-1”. Para tratamento dos outliers foram excluídas de todas as variáveis as observações extremas (1% maiores e 1% menores).

Os coeficientes de correlação de Pearson das variáveis do modelo de relevância estão dispostos na Tabela 25. Todos os coeficientes são positivos e estatisticamente significativos ao nível de 10%.

Tabela 25 – Matriz de Correlação da Relevância Trimestral

Variável	Preço	Lucro	PL
Preço	1		
Lucro	0.2366*	1	
PL	0.0808*	0.0704*	1

* Indica nível de significância estatística de 10%.

Os resultados das regressões MQO de relevância das informações contábeis para os anos de 1995 a 2009 estão dispostas na Tabela 26. É possível perceber que os valores do coeficiente de determinação, R^2 , são na maioria dos casos inferiores aos encontrados nas regressões anuais. Assim como observado nas regressões de relevância anuais, também se percebeu que nas regressões de relevância trimestrais os lucros estão mais associados aos preços. O valor encontrado na regressão *pooled* (1995 a 2009) confirma a preponderância do lucro explicando preços. O R^2 deste período como um todo é de 0,0593, sendo nitidamente inferior ao observado nas regressões anuais (0,1646).

Tabela 26 – Regressões de Relevância Trimestral – Nível Preço

Ano	Coeficientes			R ² Ajustado	Obs.
	Constante	Lucro	PL		
1995	0,9139*** (27,8143)	0,4833*** (2,8008)	0,0035 (0,5467)	0,0312	138
1996	1,1092*** (30,2443)	0,5673*** (3,0649)	-0,0079 (-1,2139)	0,0295	137
1997	0,9243*** (32,0648)	0,2183 (0,9158)	0,0070 (1,1172)	-0,0042	133
1998	0,8327*** (20,1777)	0,0071 (0,0227)	0,0400*** (3,3340)	0,1104	111
1999	1,1440*** (29,2802)	0,7668*** (4,2192)	0,0156** (2,2116)	0,1087	117
2000	0,8697*** (24,7681)	0,6933*** (3,8439)	0,0255** (2,0465)	0,0855	148
2001	0,9377*** (35,2125)	0,9726*** (3,7513)	0,0297*** (3,2486)	0,1863	154
2002	0,9122*** (31,2145)	0,5375*** (3,1530)	0,0092 (0,9328)	0,1011	146
2003	1,1649*** (39,0964)	0,6852*** (3,6649)	0,0287*** (4,0619)	0,0714	160
2004	0,9192*** (35,0642)	1,5400*** (2,7058)	-0,0023 (-0,3873)	0,1994	160
2005	0,9988*** (27,1498)	0,5549 (0,7743)	0,0146** (2,2942)	0,0146	163
2006	1,0664*** (30,7070)	0,7567 (1,1793)	0,0203 (0,8488)	0,0114	165
2007	0,9587*** (31,5640)	2,5401*** (3,0441)	0,0275 (0,8474)	0,1325	184
2008	0,8560*** (33,4452)	1,0483*** (5,1131)	0,0328 (1,5558)	0,0946	185
2009	1,1997*** (42,8326)	1,7610*** (9,6666)	-0,0310 (-1,3362)	0,1686	194
1995 - 2009	1,0061*** (27,5162)	0,7227*** (5,3700)	0,0079 (1,0301)	0,0593	2.295

Esta tabela apresenta os resultados do modelo de relevância que tem a seguinte especificação:

$$\frac{P_{it}}{P_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{PL_{it}}{P_{it-1}} + \beta_2 \frac{Lucro_{it}}{P_{it-1}} + \varepsilon_{it}$$

PREÇO é a cotação de fechamento da ação “i” 45 dias (quando se tratar do 1º, 2º e 3º trimestres) após o final do trimestre “t” e 3 meses após o trimestre “t” (quando se tratar do 4º trimestre), deflacionado pelo preço do final do trimestre “t-1”; LUCRO é o valor do lucro por ação da empresa “i” no trimestre “t”, deflacionado pelo preço do final do trimestre “t-1”; PL é o patrimônio líquido por ação da empresa “i” no trimestre “t”, deflacionado pelo preço do final do trimestre “t-1”. Para tratamento dos outliers foram excluídas de todas as variáveis as observações extremas (1% maiores e 1% menores). Os resultados são obtidos através de regressões OLS. Os valores entre parêntese indicam o erro robusto por cluster (PETERSEN, 2009). O fator de inflação da variância (VIF) apresentou em todas as regressões valores abaixo de 5. *, **, *** indicam significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Com o objetivo de testar a hipótese da pesquisa aplicável aos dados trimestrais (H2)⁶⁴, foram agrupados os períodos de interesse da pesquisa para possibilitar inferências sobre a relevância das informações contábeis em relação aos padrões contábeis vigentes no Brasil. A Tabela 27 reporta que no período (1995 a 2007), quando vigorava no Brasil o padrão contábil brasileiro (BR_GAAP), as variáveis “lucro” e “PL” apresentavam coeficientes positivos e significativos estatisticamente.

Neste período o R^2 em média foi de 0,0556, indicando um valor inferior ao encontrado nas regressões anuais para este mesmo período (0,1643). Considerando o período de interesse (2008-4T e 2009-4T) para testar a hipótese (H2), isto é, o período em que vigora no Brasil o padrão contábil híbrido (BR_GAAP/IFRS), é possível perceber que a métrica utilizada para avaliar a relevância da informação contábil, o R^2 , é superior (0,1750) quando comparado ao R^2 do período BR_GAAP. Estes valores confirmam que após a adoção de um padrão contábil de qualidade superior (IFRS) no Brasil, mesmo sendo uma adoção ainda parcial durante o período do escopo da pesquisa, a métrica de relevância da informação contábil demonstrou ter aumentado.

⁶⁴ Para os dados trimestrais aplica-se somente a hipótese (H2). A hipótese (H3) que trata da relevância dos ajustes de reconciliação do lucro líquido e do patrimônio líquido referem-se somente a dados anuais, não sendo aplicáveis nesta abordagem trimestral.

Tabela 27 – Comparativo da Relevância Trimestral – Nível Preço

Variável	Período		
	1995 a 2007	2008-4T	2008-4T a 2009-4T
Constante	0,9983*** (35,3520)	0,7711*** (18,8550)	1,1120*** (8,0682)
Lucro ^{6.404}	0,6403*** (5,0393)		
PL ⁶⁴⁰⁴	0,0096* (1,6775)		
Lucro ^{11.638}		0,6941*** (4,7879)	1,6029*** (5,3828)
PL ^{11.638}		0,0732* (1,9425)	-0,0005 (-0,0120)
R ² Ajustado	0,0556	0,1904	0,1750
Observações	1.916	48	242

Esta tabela apresenta os resultados das especificações dos modelos de relevância:

$$(1995 \text{ a } 2007) \quad \frac{P_{it}}{P_{i,t-1}} = \alpha_0 + \beta_1 \frac{\text{Lucro}_{it}^{6.404}}{P_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{PL_{it}^{6.404}}{P_{i,t-1}} + \varepsilon_{it}$$

$$(2008-4T) \quad \frac{P_{it}}{P_{i,t-1}} = \alpha_0 + \beta_1 \frac{\text{Lucro}_{it}^{11.638}}{P_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{PL_{it}^{11.638}}{P_{i,t-1}} + \varepsilon_{it}$$

$$(2008-4T \text{ a } 2009-4T) \quad \frac{P_{it}}{P_{i,t-1}} = \alpha_0 + \beta_1 \frac{\text{Lucro}_{it}^{11.638}}{P_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{PL_{it}^{11.638}}{P_{i,t-1}} + \varepsilon_{it}$$

Os resultados comparativos da relevância das informações contábeis em três momentos distintos: i) 1995 a 2007 que representa o período em que o padrão contábil brasileiro (BR_GAAP) esteve em vigência no Brasil; ii) 2008-4T representa o período em que houve a adoção parcial das normas IFRS no Brasil; iii) 2008-4T a 2009-4T representam o período pós adoção parcial das normas IFRS no Brasil (BR_GAAP/IFRS), no qual a contabilidade brasileira está inserida em um modelo que pode ser considerado híbrido. Lucro^{6.404} é o lucro líquido da empresa “i” no trimestre “t” conforme a Lei 6.404/76; PL⁶⁴⁰⁴ é o patrimônio líquido da empresa “i” no trimestre “t” conforme a Lei 6.404/76; Lucro^{11.638} é o lucro líquido da empresa “i” no trimestre “t” conforme a Lei 11.638/07; PL^{11.638} é o patrimônio líquido da empresa “i” no trimestre “t” conforme a Lei 11.638/07. Para tratamento dos outliers foram excluídas das variáveis “Preço”, “Lucro” e “PL” as observações extremas (1% maiores e 1% menores) e para as variáveis “LUCRO^{11.638-6.404}” e “PL^{11.638-6.404}”, excluíram-se as observações 5% maiores e 5% menores. Os resultados são obtidos através de regressões OLS. Os valores entre parêntese indicam o erro robusto por cluster (PETERSEN, 2009). O fator de inflação da variância (VIF) apresentou em todas as regressões valores abaixo de 5. *, **, *** indicam significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

4.2.2 Análise do Modelo de Retorno (*Return-Level*)

Kothari e Zimmermann (1995) e Easton e Sommers (2003) sugerem que a especificação de retorno nos modelo de relevância das informações contábeis seja aplicada de forma conjunta ou complementar, visto as limitações do modelo de preço⁶⁵.

Entretanto, o objetivo do modelo de retorno é evidenciar o grau de associação contemporânea entre retornos e lucros correntes, ou seja, este modelo captura se os lucros correntes influenciam os retornos correntes, sendo assim considerado como uma medida de tempestividade (*timeliness*) visto que os lucros podem influenciar os preços por um horizonte de tempo longo.

4.2.1.1 Dados Anuais

A Tabela 28 apresenta os dados da estatística descritiva do modelo de retorno (*timeliness*).

Tabela 28 – Estatística Descritiva do Modelo de Relevância Anual – Nível Retorno

Variável	Média	Mediana	Desvio	Mínimo	Máximo	P1	P99	Obs.
Retorno	0,0680	0,0967	0,4947	-1,5328	1,5042	-1,1441	1,2083	486
Lucro	0,1248	0,1177	0,2513	-1,3110	1,1678	-0,8931	0,9300	486
Δ Lucro	-0,0221	-0,0081	0,2584	-1,4268	1,5088	-1,0534	0,7035	486
Lucro ^{11.638-6.404}	-0,0022	-0,0003	0,0083	-0,0263	0,0211	-0,0263	0,0211	35

Tabela 20 demonstra a estatística descritiva das empresas brasileiras de capital aberto e que participaram da carteira teórica do Ibovespa durante os anos de 1995 a 2009. RETORNO é retorno logarítmico da ação “i” no ano “t”; LUCRO é o valor do lucro por ação da empresa “i” no ano “t”, deflacionado pelo preço do início do ano “t”; Δ LUCRO é a variação do valor do lucro por ação da empresa “i” entre os anos “t” e “t-1”, deflacionado pelo preço do início dos anos “t” e “t-1”, respectivamente; LUCRO^{11.638-6.404} é o ajuste de reconciliação do lucro líquido entre o padrão contábil híbrido (Lei 11.638) e o padrão contábil brasileiro (Lei 6.404/76). Para tratamento dos outliers foram excluídas das variáveis “Retorno”, “Lucro” e “ Δ Lucro” as observações extremas (1% maiores e 1% menores) e para a variável “LUCRO^{11.638-6.404}” excluíram-se as observações 5% maiores e 5% menores.

O Painel A da Tabela 29 apresenta os coeficientes de correlação de Pearson para as variáveis “Retorno”, “Lucro” e “ Δ Lucro”, salienta-se que todos estes coeficientes são positivos e estatisticamente significativos ao nível de 10%. O Painel B apresenta os coeficientes de correlação específicos para o ano de 2008 (ano em que se testa a hipótese H3). Da mesma forma, as variáveis “Retorno”, “Lucro” e “ Δ Lucro” apresentam coeficientes positivos e estatisticamente significativos ao nível de 10%.

⁶⁵ Comentado no Capítulo 3.

Tabela 29 – Matriz de Correlação do Timeliness Anual

Painel A: Matriz de Correlação do Período 1996 a 2009				
Variável	Retorno	Lucro	Δ Lucro	
Retorno	1			
Lucro	0.3747*	1		
Δ Lucro	0.2950*	0.4984*		1
Painel B: Matriz de Correlação do Ano de 2008				
Variável	Retorno	Lucro	Δ Lucro	Lucro ^{11.638-6.404}
Retorno	1			
Lucro	0.6156*	1		
Δ Lucro	0.3527*	0.7459*	1	
Lucro ^{11.638-6.404}	0,2074	-0,2222	-0,2173	1

* Indica nível de significância estatística de 10%.

Os resultados das regressões MQO para a relevância das informações contábeis, considerado a especificação de retorno anuais, estão dispostos na Tabela 30. Os resultados indicam que para o período total (1996 a 2009)⁶⁶ o valor do R^2 foi de 0,15. Analisando-se os anos individualmente, os valores do R^2 dos anos de vigência no novo padrão contábil no Brasil (2008 e 2009) foram superiores (0,38 e 0,17) ao valor da média do período total (1996 a 2009). Entretanto, somente com estes dados a análise pode ficar restrita. Desta forma, torna-se necessário avaliar este intervalo de 14 anos de acordo com o padrão contábil vigente, e agrupar estas análises. Sendo que este agrupamento dos resultados está disposto na Tabela 31.

⁶⁶ Está sendo considerado o ano de 1996 como o inicial para as regressões de *timeliness*, ao invés de 1995 como nos modelos de preço (*value relevance*). Isto porque os modelos de *timeliness* tem a variável “ Δ Lucro” que necessita de dados contábeis do ano anterior (1994). Conforme comentado no Capítulo 3 da pesquisa, o ano inicial da coleta de dados foi 1995 em função das demonstrações contábeis deste ano estarem desobrigadas de apresentar a correção monetária integral.

Tabela 30 – Regressões de Relevância Anual – Nível Retorno

Ano	Constante	Lucro	Δ Lucro	R ² Ajustado	Obs.
1996	0,1992** (2,6333)	-0,1375 (-0,3551)	0,8893** (2,1086)	0,27	32
1997	-0,0602 (-0,7318)	0,3303 (1,0829)	0,2396 (0,7157)	0,16	27
1998	-0,7054*** (-10,4369)	0,7751*** (5,7943)	0,0199 (0,0914)	0,47	28
1999	0,7575*** (5,7131)	0,1307 (0,4763)	0,4095 (0,8226)	0,04	21
2000	-0,01 (-0,1335)	-0,5796* (-1,9176)	0,018 (0,1367)	0,08	22
2001	-0,2501*** (-4,4463)	0,8017*** (4,2047)	-0,1174 (-0,8776)	0,36	38
2002	-0,2703*** (-3,5792)	0,9248*** (4,6275)	-0,5172 (-1,5817)	0,21	38
2003	0,5182*** (11,1385)	0,2947* (1,7275)	0,0494 (0,2674)	0,05	37
2004	-0,1521*** (-3,5865)	1,4966*** (9,5108)	-0,0172 (-0,1710)	0,63	40
2005	-0,0148 (-0,1672)	0,7241* (1,9509)	0,4552 (0,8144)	0,08	38
2006	0,0867 (1,3892)	1,0481*** (2,8112)	-0,3851 (-1,5695)	0,15	35
2007	-0,0976 (-1,4007)	2,2816*** (4,5853)	-0,6955** (-2,4184)	0,28	40
2008	-0,6765*** (-8,2617)	2,5349*** (5,3721)	-0,8199 (-1,5108)	0,38	45
2009	0,5128*** (10,4809)	-0,5434 (-1,0257)	0,9966*** (3,5932)	0,17	45
1996 - 2009	-0,0004 (-0,0037)	0,5963*** (3,1811)	0,2758 (1,5985)	0,15	486

Esta tabela apresenta os resultados do modelo de relevância que tem a seguinte especificação:

$$Ret_{it} = \beta_0 + \beta_1 Lucro_{it} + \beta_2 \Delta Lucro_{it} + \varepsilon_{it}$$

RET é retorno logarítmico da ação “i” no ano “t”; LUCRO é o valor do lucro por ação da empresa “i” no ano “t”, deflacionado pelo preço do início do ano “t”; Δ LUCRO é a variação do valor do lucro por ação da empresa “i” entre os anos “t” e “t-1”, deflacionado pelo preço do início dos anos “t” e “t-1”, respectivamente. Para tratamento dos outliers foram excluídas de todas as variáveis as observações extremas (1% maiores e 1% menores). Os resultados são obtidos através de regressões MQO. Os valores entre parêntese indicam o erro robusto por cluster (PETERSEN, 2009). O fator de inflação da variância (VIF) apresentou em todas as regressões valores abaixo de 5. *, **, *** indicam significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

De acordo com a segregação dos resultados do modelo de regressão de *timeliness* anual, pode-se visualizar que no período de vigência do padrão contábil brasileiro (1995 a 2007) o valor do R^2 foi de 0,1564. A hipótese H2 postula que as informações contábeis tem maior associação com os retornos contemporâneos no padrão contábil híbrido (2008 e 2009) no Brasil. Ao observarmos os resultados para este período (2008 a 2009), pode-se confirmar a expectativa da hipótese (H2), pois o R^2 deste período foi de 0,2559. Desta forma, confirma-se o pressuposto que sob um modelo contábil de maior qualidade a associação entre lucros correntes e retornos contemporâneos (*timeliness*) aumenta.

Por fim, para testar a hipótese (H3), que se propõe a investigar se o ajuste de reconciliação do lucro líquido é relevante para os investidores no ano de 2008⁶⁷, foi considerado o período “2008” disposto na Tabela 31. Os resultados encontrados indicam que o coeficiente deste ajuste é positivo e estatisticamente significativo ao nível de 1%. Adicionalmente, o R^2 deste “período” foi de 0,3920. Estes resultados indicam que as informações contidas no ajuste de reconciliação do lucro líquido (reconciliação entre o resultado segundo a Lei nº 11.638/07 e a Lei nº 6.404/76) foram relevantes para os investidores.

⁶⁷ Ano no qual estes ajustes foram divulgados nas notas explicativas das demonstrações contábeis anuais.

Tabela 31 – Comparativo da Relevância Anual – Nível Retorno (*Timeliness*)

Variável	Período		
	1995 a 2007	2008	2008 a 2009
Constante	0,0109 (0,1250)	-0,6423*** (-7,1620)	-0,0785 (-0,1720)
Lucro ^{6.404}	0,5629*** (3,5637)		
Δ Lucro ⁶⁴⁰⁴	0,1953 (1,2050)		
Lucro ^{11.638}		2,9665*** (5,5649)	1,1476* (1,7358)
Δ Lucro ^{11.638}		-0,8790 (1,5931)	1,3209*** (3,2989)
Lucro ^{11.638 - 6.404}		15,2927** (2,2959)	
R ² Ajustado	0,1564	0,3920	0,2559
Observações	396	35	90

Esta tabela apresenta os resultados das especificações dos modelos de *timeliness*:

$$(1995 \text{ a } 2007) \quad \text{Ret}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Lucro}_{it}^{6.404} + \beta_2 \Delta \text{Lucro}_{it}^{6.404} + \varepsilon_{it}$$

$$(2008) \quad \text{Ret}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Lucro}_{it}^{11.638} + \beta_2 \Delta \text{Lucro}_{it}^{11.638} + \beta_3 \text{Lucro}_{it}^{11.638-6.404} + \varepsilon_{it}$$

$$(2008 \text{ a } 2009) \quad \text{Ret}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Lucro}_{it}^{11.638} + \beta_2 \Delta \text{Lucro}_{it}^{11.638} + \varepsilon_{it}$$

Os resultados comparativos da relevância das informações contábeis em três momentos distintos: i) 1995 a 2007 que representa o período em que o padrão contábil brasileiro (BR_GAAP) esteve em vigência no Brasil; ii) 2008 representa o período em que houve a adoção parcial das normas IFRS no Brasil, e o período no qual as empresas tiveram que divulgar os seus ajustes de reconciliação do lucro líquido e do patrimônio líquido para fins de comparabilidade; iii) 2008 e 2009 representam o período pós adoção parcial das normas IFRS no Brasil (BR_GAAP/IFRS), no qual a contabilidade brasileira está inserida em um modelo que pode ser considerado híbrido. RET é retorno logarítmico da ação “i” no ano “t”; LUCRO é o valor do lucro por ação da empresa “i” no ano “t”, deflacionado pelo preço do início do ano “t”; Δ LUCRO é a variação do valor do lucro por ação da empresa “i” entre os anos “t” e “t-1”, deflacionado pelo preço do início dos anos “t” e “t-1”, respectivamente; LUCRO^{11.638-6.404} é o ajuste de reconciliação do lucro líquido entre o padrão contábil híbrido (Lei 11.638) e o padrão contábil brasileiro (Lei 6.404/76). Para tratamento dos outliers foram excluídas das variáveis “Retorno”, “Lucro” e “ Δ Lucro” as observações extremas (1% maiores e 1% menores) e para a variável “LUCRO^{11.638-6.404}” excluíram-se as observações 5% maiores e 5% menores. Os resultados são obtidos através de regressões MQO. Os valores entre parêntese indicam o erro robusto por cluster (PETERSEN, 2009). O fator de inflação da variância (VIF) apresentou em todas as regressões valores abaixo de 5. *, **, *** indicam significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

4.2.1.2 Dados Trimestrais

Finalmente, as análises de relevância das informações contábeis que utilizam a especificação de retorno para dados trimestrais encerram este tópico. As justificativas para o uso de dados trimestrais é similar as apresentadas anteriormente.

A Tabela 32 apresenta a estatística descritiva das variáveis consideradas no modelo. Salienta-

se a grande variabilidade dos dados das variáveis consideradas, mesmo após terem sido excluídos os valores extremos (1% maiores e 1% menores).

Tabela 32 – Estatística Descritiva do Modelo de Relevância Trimestral – Nível Retorno

Variável	Média	Mediana	Desvio	Mínimo	Máximo	P1	P99	Obs.
Retorno	0,0195	0,0278	0,2134	-0,6752	0,5920	-0,5387	0,5025	1.907
Lucro	0,0305	0,0297	0,0900	-0,5868	0,4508	-0,3097	0,3027	1.907
Δ Lucro	-0,0032	-0,0018	0,1211	-0,8568	0,8013	-0,4371	0,3835	1.907

Tabela 20 demonstra a estatística descritiva das empresas brasileiras de capital aberto e que participaram da carteira teórica do Ibovespa durante os anos de 1995 a 2009. RETORNO é retorno logarítmico da ação “i” no trimestre “t”; LUCRO é o valor do lucro por ação da empresa “i” no trimestre “t”, deflacionado pelo preço do início do trimestre “t”; Δ LUCRO é a variação do valor do lucro por ação da empresa “i” entre os trimestres “t” e “t-4”, deflacionado pelo preço do início dos trimestres “t” e “t-4”, respectivamente. Para tratamento dos outliers foram excluídas de todas as variáveis as observações extremas (1% maiores e 1% menores).

Os coeficientes de correlação de Pearson estão dispostos na Tabela 33. Observa-se que todos eles são positivos e estatisticamente significativos ao nível de 10%.

Tabela 33 - Matriz de Correlação do *Timeliness* Trimestral

Variável	Retorno	Lucro	Δ Lucro
Retorno	1		
Lucro	0.2058*	1	
Δ Lucro	0.1606*	0.5889*	1

* Indica nível de significância estatística de 10%.

Os modelos de retorno (*timeliness*) das regressões de relevância que utilizam dados trimestrais estão dispostos na Tabela 34. Os valores do R^2 para o período total (1996 a 2009) denotam um valor bastante baixo (0,0437), indicando que ao longo de 14 anos no Brasil, as variáveis “Lucro” e “ Δ Lucro” explicam apenas 4% dos retornos contemporâneos das ações. Essa falta de tempestividade das informações contábeis é destacada por Lev (1999) e Kothari (2001) que apontam que o sistema de reconhecimento contábil das receitas e despesas, bem como a presença de resultados transitórios são alguns dos fatores que justificam esta baixa associação.

Entretanto, para os anos (2008 e 2009) em que entraram em vigor no Brasil o padrão contábil híbrido (BR_GAAP/IFRS), a Tabela 35 evidencia que o valor do R^2 é superior (0,1819) ao período em que o padrão contábil brasileiro estava em vigência (0,0326). Esses resultados confirmam a hipótese (H2), ou seja, a associação entre lucros contábeis e retornos contemporâneos aumentou após a adoção parcial das normas IFRS no Brasil no ano de 2008.

Tabela 34 – Regressões de Relevância Trimestral– Nível Retorno (*Timeliness*)

Ano	Constante	Lucro	Δ Lucro	R ² Ajustado	Obs.
1996	0,0305* (1,8147)	0,1060 (0,6035)	0,1412 (1,4600)	0,0047	128
1997	-0,0120 (-0,5530)	0,1026 (0,4052)	0,2017 (0,6995)	-0,0039	121
1998	-0,1340*** (-4,8444)	0,5817 (1,6503)	-0,3155 (-0,6846)	0,0213	103
1999	0,1563*** (6,5417)	0,4015** (2,5944)	0,0187 (0,1532)	0,0359	88
2000	-0,0174 (-0,6423)	-0,2125 (-0,4765)	0,3372*** (3,4724)	0,0735	97
2001	-0,0395* (-1,8818)	0,9214* (2,0063)	-0,6083 (-1,2040)	0,0439	128
2002	-0,0501** (-2,6390)	0,3458 (1,1060)	-0,0072 (-0,0309)	0,0306	137
2003	0,1238*** (10,0124)	0,3661** (2,3913)	0,0186 (0,2341)	0,0173	147
2004	-0,0313*** (-3,3938)	1,2335*** (5,9157)	-0,0254 (-0,2348)	0,1499	161
2005	-0,0339* (-1,7377)	1,2292*** (3,5785)	-0,5488*** (-3,1607)	0,0746	154
2006	0,0363* (1,8901)	0,5664 (1,1503)	0,1941 (0,5927)	0,0219	136
2007	0,0005 (0,0265)	1,6935*** (3,6468)	-0,2517 (-1,1366)	0,0474	149
2008	-0,1598*** (-8,0072)	2,1788*** (4,7356)	-1,3472*** (-2,8006)	0,1306	174
2009	0,0995*** (8,2065)	0,3262 (1,2543)	0,6876*** (3,3238)	0,1385	184
1996 - 2009	0,0075 (0,3337)	0,4036*** (3,7772)	0,1063 (1,6135)	0,0437	1.907

Esta tabela apresenta os resultados do modelo de relevância que tem a seguinte especificação:

$$Ret_{it} = \beta_0 + \beta_1 Lucro_{it} + \beta_2 \Delta Lucro_{it} + \varepsilon_{it}$$

*RET é retorno logarítmico da ação “i” no trimestre “t”; LUCRO é o valor do lucro por ação da empresa “i” no trimestre “t”, deflacionado pelo preço do início do trimestre “t”; Δ LUCRO é a variação do valor do lucro por ação da empresa “i” entre os trimestres “t” e “t-4”, deflacionado pelo preço do início dos trimestres “t” e “t-4”, respectivamente. Para tratamento dos outliers foram excluídas de todas as variáveis as observações extremas (1% maiores e 1% menores). Os resultados são obtidos através de regressões MQO. Os valores entre parêntese indicam o erro robusto por cluster (PETERSEN, 2009). O fator de inflação da variância (VIF) apresentou em todas as regressões valores abaixo de 5. *, **, *** indicam significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.*

Tabela 35 – Comparativo da Relevância Trimestral – Nível Retorno (*Timeliness*)

Variável	Período		
	1995 a 2007	2008-4	2008-4 a 2009
Constante	0,0117 (0,6403)	-0.2421*** (-7.2392)	0,0466 (0,5762)
Lucro ^{6.404}	0,3503*** (4,6190)		
Δ Lucro ^{6.404}	0,0678 (1,4241)		
Lucro ^{11.638}		2.0381** (2.4362)	0,2645*** (4,1027)
Δ Lucro ^{11.638}		-1.5877** (-2.0602)	0,8289*** (4,4510)
R ² Ajustado	0,0326	0.1424	0,1819
Observações	1.549	44	228

Esta tabela apresenta os resultados das especificações dos modelos de timeliness trimestral:

$$(1995 \text{ a } 2007) \quad Ret_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Lucro_{it}^{6.404} + \beta_2 \Delta Lucro_{it}^{6.404} + \varepsilon_{it}$$

$$(2008-4T) \quad Ret_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Lucro_{it}^{11.638} + \beta_2 \Delta Lucro_{it}^{11.638} + \varepsilon_{it}$$

$$(2008-4T \text{ a } 2009-4T) \quad Ret_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Lucro_{it}^{11.638} + \beta_2 \Delta Lucro_{it}^{11.638} + \varepsilon_{it}$$

Os resultados comparativos da relevância das informações contábeis em três momentos distintos: i) 1995 a 2007 que representa o período em que o padrão contábil brasileiro (BR_GAAP) esteve em vigência no Brasil; ii) 2008-4T representa o período em que houve a adoção parcial das normas IFRS no Brasil; iii) 2008-4T e 2009-4T representam o período pós adoção parcial das normas IFRS no Brasil (BR_GAAP/IFRS), no qual a contabilidade brasileira está inserida em um modelo que pode ser considerado híbrido. RET é retorno logarítmico da ação “i” no trimestre “t”; LUCRO é o valor do lucro por ação da empresa “i” no trimestre “t”, deflacionado pelo preço do início do trimestre “t”; Δ LUCRO é a variação do valor do lucro por ação da empresa “i” entre os trimestres “t” e “t-4”, deflacionado pelo preço do início dos trimestres “t” e “t-4”, respectivamente. Para tratamento dos outliers foram excluídas das variáveis “Retorno”, “Lucro” e “ Δ Lucro” as observações extremas (1% maiores e 1% menores) e para a variável “LUCRO^{11.638-6.404}” excluíram-se as observações 5% maiores e 5% menores. Os resultados são obtidos através de regressões MQO. Os valores entre parêntese indicam o erro robusto por cluster (PETERSEN, 2009). O fator de inflação da variância (VIF) apresentou em todas as regressões valores abaixo de 5. *, **, *** indicam significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A associação entre a adoção de padrões contábeis de maior qualidade e a maior qualidade da contabilidade é uma temática que está recebendo especial atenção nas agendas de pesquisas de contabilidade em mercados de capitais. O movimento de convergência das normas locais para as normas internacionais de contabilidade tem sido um marco histórico na regulação contábil, não somente por conduzir uma tão esperada uniformização de padrões e normas contábeis, como também pela abrangência. Estima-se que aproximadamente 123 países requerem ou permitem o uso de normas contábeis emitidas pelo IASB.

Uma das principais vantagens de ter um único padrão contábil entre os países é a maior comparabilidade entre as demonstrações contábeis. Os entusiastas da convergência das normas contábeis alegam que os fluxos de capitais ao redor do mundo poderão fluir com maior liberdade e segurança, o que significaria uma melhor alocação dos recursos da economia mundial. Esta percepção não está equivocada, visto que o papel da contabilidade consiste em fornecer informações relevantes para a tomada de decisões, assim, todos os movimentos que conduzem a uma contabilidade que reflita da forma mais verossímil possível a realidade econômica são suportados nesta perspectiva. De fato, se a adoção de um padrão contábil que implica em uma informação contábil com maior qualidade, as assimetrias informacionais entre investidores e empresas podem ser minimizadas e a contabilidade estaria contribuindo para a alocação eficiente de recursos na economia.

Entretanto, para os observadores mais atentos, o movimento de convergência às normas internacionais de contabilidade, somente por si próprio, talvez não seja tão impactante na sociedade quanto se espera. A normatização contábil não está inserida em um ambiente amorfo, isto é, que não reage e não tem motivações para reagir. Muito pelo contrário, as interações sociais estabelecem um número infindável de relações e incentivos para se tomar determinada atitude ou reação. Desta forma, o sucesso do movimento de convergência às normas internacionais de contabilidade também está sujeito a estas interações sociais. As recentes pesquisas em contabilidade têm evidenciado que os resultados da adoção de normas contábeis de maior qualidade (por exemplo, US GAAP ou IFRS), não necessariamente implica, em uma contabilidade com maior qualidade. Ao pensar desta forma, a complexidade

dos indivíduo, que possuem seus interesses próprios e heterogêneos, bem como a complexidade dos agentes econômicos, que também têm suas particularidades, está sendo reduzida a uma simples relação causal.

Ciente destas interações econômicas e sociais, a presente pesquisa tem como objetivo investigar se a adoção parcial das normas internacionais de contabilidade aumentou a relevância da informação contábil para o mercado de capitais brasileiro. A forma de mensurar se este novo proceder da contabilidade no Brasil está alinhado com as expectativas otimistas (padrão contábil de maior qualidade é igual a contabilidade mais informativa) é através dos movimentos dos preços das ações no mercado de capitais. Esta modalidade de investigação é conhecida como estudo de eventos e foi utilizada nessa pesquisa. Entretanto, recordando o que estava sendo comentado anteriormente, sobre as limitações de simplificar a realidade e considerar todos os indivíduos ou empresas ou países como se fossem um único agregado (homogêneo), poderia se perceber essa como uma limitação dos resultados do estudo. Entretanto, buscando inovar e contribuir com a literatura contábil, assim como se aproximar das particularidades dos indivíduos, a pesquisa considerou que as empresas têm incentivos heterogêneos em refletir a sua realidade econômica através das demonstrações contábeis. Desta forma, foi utilizado o *Brazilian Corporate Governance Index* (BCGI) desenvolvido com o objetivo de capturar os comportamentos ao nível de indivíduo.

Desta forma, nesta análise com um enfoque de curto prazo, analisou a reação do mercado de capitais brasileiro associada à divulgação das demonstrações contábeis em três momentos distintos: antes, durante e após a transição do padrão contábil brasileiro para o padrão híbrido; utilizou-se a metodologia de estudo de eventos, na qual foram tratadas as empresas analisadas de forma heterogênea, conforme sugerido por Holthausen (2003) e Lopes e Walker (2008). Para testar esta primeira perspectiva segmentou-se a amostra da pesquisa de acordo com alguns sinalizadores que indicam uma maior propensão das empresas em fornecer informações contábeis de maior qualidade, independente do regramento contábil do Brasil; ou seja, buscou-se verificar se os incentivos que as empresas têm para serem mais informativas mitiga o impacto da adoção de um padrão contábil de maior qualidade (IFRS). As evidências obtidas ao se testar esta hipótese indicam que: as demonstrações contábeis possuem conteúdo informacional, isto é, trazem novas informações que são incorporadas aos preços; para a amostra de empresas que possuem os incentivos para serem mais informativas (ADR), não foi constatada diferenças no seu conteúdo informacional antes e após o início do processo de

migração para as normas IFRS; para as empresas da amostra que foram mensuradas as suas boas práticas de governança corporativa através do BCGI, os resultados se mostraram inconclusivos.

Considerando também uma abordagem de longo prazo, este estudo também mensurou e analisou se houve aumento na relevância das informações contábeis a partir da adoção inicial das normas internacionais de contabilidade no Brasil. A análise de longo prazo obtida a partir da associação de variáveis contábeis e variáveis de mercado, diz respeito aos testes realizados referentes à segunda abordagem deste estudo entre a associação de variáveis contábeis e variáveis de mercado. Esta análise foi desenvolvida de duas formas distintas e complementares: 1) associação entre as informações contábeis (lucro e patrimônio líquido) e o preço, com o objetivo de averiguar se a adoção de um padrão contábil de maior qualidade no Brasil (IFRS) aumenta o nível de associação entre estas variáveis contábeis e o preço; e 2) a associação entre os retornos contemporâneos e os lucros e variação dos lucros correntes. Ou seja, buscou-se verificar quanto dos lucros correntes explicam os retornos correntes. Os resultados obtidos a partir de dados anuais e trimestrais indicam que a relevância da informação contábil mensurada através dos modelos de preço e retorno, aumentou após a adoção parcial das normas IFRS no Brasil.

Por fim, as evidências obtidas quanto ao teste da terceira perspectiva, na qual atentou-se para a relevância dos números contábeis associada a divulgação dos ajustes de reconciliação do lucro e do patrimônio líquido no período de transição entre o padrão contábil brasileiro e as normas IFRS (padrão contábil híbrido – BR_GAAP/IFRS), sinalizam que os ajustes de reconciliação do lucro líquido e do patrimônio líquido são relevantes para o mercado de capitais brasileiro, indicando que os mesmos eventos econômicos quando mensurados por diferentes normas contábeis alteram as expectativas dos investidores acerca do resultado futuro da empresa, consequentemente, modificando os preços.

Os resultados desta pesquisa contribuíram para a literatura contábil e para a sociedade por evidenciarem o aumento do conteúdo informacional das demonstrações contábeis elaboradas, parcialmente, de acordo com as normas IFRS. Isto é, durante os anos de 2008 e 2009, no qual o Brasil possuiu um padrão contábil híbrido (BR_GAAP/IFRS) foi possível constatar que a relevância da informação contábil aumentou. Este resultado torna-se importante, uma vez que dois importantes efeitos (marca e comparabilidade) foram controlados pelo estudo,

possibilitando analisar o efeito das normas IFRS, *per se*, no aumento da relevância das informações contábeis no Brasil.

Em relação às limitações da pesquisa, as mesmas foram sendo apresentadas ao longo da construção da pesquisa, principalmente no capítulo de metodologia (Capítulo 3). Entretanto, cabe salientar que a principal limitação diz respeito a crise norte-americana que ocorreu de forma simultânea a adoção parcial das normas IFRS no Brasil (2008). Os efeitos da crise foram sentidos por todas as empresas e pelo mercado de capitais, fazendo com que as ações apresentassem uma volatilidade elevada no período em análise, bem como os próprios dados contábeis das empresas (lucros, patrimônio líquido, entre outros) utilizados nos modelos de mensuração dos retornos anormais (hipótese H1), *value-relevance* e *timeliness* (hipóteses H2 e H3).

Adicionalmente, merece destaque as limitações em relação ao controle do “efeito escala” nos modelos de *value-relevance* e *timeliness*. Diversos autores (BARTH; CLINCH, 1996; BARTH; KALLAPUR, 1996; EASTON, 1998; BROWN *et al*, 1999; EASTON; SOMMERS, 2003), destacam a sua preocupação com este efeito e os seus impactos sobre os resultados obtidos (coeficientes enviesados). A discussão conceitual dos autores situa-se em torno de qual a melhor variável a ser utilizada para minimizar os problemas do efeito escala. Neste sentido, procurou-se adotar nesta pesquisa uma postura conservadora, seguindo a proposição de Brown *et al* (1999), conforme detalhado na pesquisa.

Este estudo consiste em mais um passo na longa caminhada investigativa da relação entre as informações contábeis e o mercado de capitais. Desta forma, novos avanços são necessários. Como sugestões para pesquisas futuras nesta área, têm-se: a investigação da relevância da informação contábil a partir da adoção total das normas IFRS no Brasil, que ocorrerá no final de 2010; a análise da relevância de cada pronunciamento contábil emitido pelo CPC; análise da percepção dos analistas de mercado acerca das vantagens e desvantagens da norma IFRS no Brasil; investigação da adoção das normas IFRS sobre outras métricas da qualidade da informação contábil (gerenciamento de resultados e conservadorismo); análise dos impactos da adoção das normas IFRS sobre o custo de capital das empresas, entre outras pesquisas.

Por fim, destaca-se que um cenário muito promissor para as pesquisas contábeis em mercado de capitais está estabelecido no Brasil a partir da convergência para as normas IFRS.

REFERÊNCIAS

ABARBANELL, Jeffery; BUSHEE, Brian J. Fundamental analysis, future earnings, and stock prices. **Journal of Accounting Research**, v. 35, p. 1-24, 1997.

ABOODY, David; BARTH, Mary E.; KASZNIK, Ron. Revaluations of fixed assets and future firm performance: evidence from the UK. **Journal of Accounting and Economics**, v. 26, p. 149–178, 1999.

ACHARYA, Sankarshan. Value of latent information: alternative event study methods. **Journal of Finance**, v. 48, p. 363-385, 1993.

ALDRIGHI, Dante Mendes. Especulações sobre o mercado de capitais brasileiro. **Revista Brasileira de Economia**, v. 61, n.2, p.129-152, 2008.

ALFORD, Andrew; JONES, Jennifer; LEFTWICH, Richard; ZMIJEWSKI, Mark. The relative informativeness of accounting disclosures in different countries. **Journal of Accounting Research**, v. 31, Supplement, p. 183-223, 1993.

ALI, Ashiq; HWANG, Lee-Seok. Country-specific factors related to financial reporting and the value relevance of accounting data. **Journal of Accounting Research**, v. 38, n.1, p. 1-21. 2000.

AMIR, Eli; HARRIS, Trevor S.; VENUTI, Elizabeth K. A comparison of the value-relevance of U.S. versus Non-U.S. GAAP accounting measures using Form 20-F reconciliations. **Journal of Accounting Research**, v. 31, Supplement, p. 230-264, 1993.

ARCE, Miguel; MORA, Araceli. Empirical evidence of the effect of European accounting differences on the stock market valuation of earnings and book value. **The European Accounting Review**, v. 11, p. 573-599, 2002.

ARMSTRONG, Christopher S.; BARTH, Mary E.; JAGOLINZER, Alan D.; RIEDEL, Edward J. Market reaction to the adoption of IFRS in Europe. **The Accounting Review**, v. 85, n. 1, 2010.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 9 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

BAKER, C. Richard; BARBU, Elena M. Trends in research on international accounting harmonization. **The International Journal of Accounting**, v. 42, p. 272-304, 2007.

BALL, Ray. International financial reporting standards (IFRS): pros and cons for investors. **Accounting and Business Research**, v.36, p. 5-27, 2006.

_____; BARTOV, Edward. How naive is the stock market's use of earnings information? **Journal of Accounting and Economics**, v. 21, p. 319–337, 1996.

_____; BROWN, Philip. An Empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, v.6, p.159-178, 1968.

_____; KOTHARI, S. P.; ROBIN, Ashok. The effect of institutional factors on the properties of accounting earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 29, p. 1-51, 2000.

_____; ROBIN, Ashok; WU, Joanna S. Incentives versus standards: properties of accounting income in four East Asian countries. **Journal of Accounting and Economics**, n. 36, p. 235- 270, 2003.

_____; SHIVAKUMAR, Lakshmanan. Earnings quality in UK private firms. **Journal of Accounting and Economics**, v. 39, p.83-128, 2005.

_____; SHIVAKUMAR, Lakshmanan. How much new information is there in earnings? **Journal of Accounting Research**. v. 46, n.5, p. 975-1015. 2008.

BANDYOPADHYAY, Sati P.; HANNA, Douglas; RICHARDSON, Gordon. Capital market effects of US.–Canada GAAP differences. **Journal of Accounting Research**, v. 32, n.2, p.262–277, Autumm 1994.

BARKER, Richard. Reporting financial performance. **Accounting Horizons**, v. 18, n.4, p. 157–173, 2004.

BARROS, J. R. M. *et al.* **Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro**. São Paulo: Bovespa, Jul. 2000. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>> Acessado em: 15/07/2008.

BARTH, Mary E.; BEAVER, William H.; LANDSMAN, Wayne R. Value-relevance of banks' fair value disclosures under SFAS n. 107. **The Accounting Review**, v. 71, p. 513-537, 1996.

_____; BEAVER, William H.; LANDSMAN, Wayne R. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting: another view. **Journal of Accounting and Economics**. v. 31, p. 77-104. 2001.

_____; CLINCH, Greg. International accounting differences and their relation to share prices: evidence from U.K. Australian, and Canadian firms. **Contemporary Accounting Research**, v. 13, p. 135-170, 1996.

_____; CLINCH, Greg. Revalued financial, tangible, and intangible assets: associations with share prices and non market-based estimates. **Journal of Accounting Research**, v.36, p. 199-233, 1998.

_____; CLINCH, Greg. Scale effects in capital markets-based accounting research. **SSRN Working Paper**, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=201228> >. Acessado em 13/02/2010.

_____; KALLAPUR, Sanjay. The effects of cross-sectional scale differences on regression results in empirical accounting research. **Contemporary Accounting Research**, v. 13, p. 527-567, 1996.

_____; LANDSMAN, Wayne R.; LANG, Mark; WILLIAMS, Christopher D. Accounting quality: international accounting standards and U.S. GAAP. **Stanford University Graduate School Business Research Working Paper**, 2007. Disponível em: <<http://www.sbm.temple.edu/conferences/cav/2008/documents/barthpaper.pdf>>. Acessado em: 15/01/2010.

_____; LANDSMAN, Wayne R.; LANG, Mark H. International accounting standards and accounting quality. **Journal of Accounting Research**. v. 46, p.467-498, 2008.

BARTOV, Eli; GOLDBERG, Stephen R.; KIM, Myungsun. comparative value relevance among German, U.S. and international accounting standards: a German stock market perspective. **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, v. 20, p. 95–119, 2005.

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

_____. Perspectives on recent capital market research. **The Accounting Review**, p. 320-332, 2002.

_____; CLARKE, R.; WRIGHT, W. F. The association between unsystematic security returns and the magnitude of earnings. **Journal of Accounting Research**, v. 17, p. 316-340, 1979.

_____; DUKES, R. E. Interperiod tax allocation, earnings expectations, and the behavior of security prices. **The Accounting Review**, p. 320- 332, 1972.

_____; LAMBERT, Richard; MORSE, Dale. The information content of security prices. **Journal of Accounting and Economics**, v.2, p. 3-28, 1980.

_____; MCANALLY, Mary Lea; STINSON, Christopher H. The information content of earnings and prices: A simultaneous equations approach, **Journal of Accounting and Economics**, v. 23, n. 1, p. 53-81, May, 1997.

_____; McNICHOLS, Maureen F. Do stock prices of property casualty insurers fully reflect information about earnings, accruals, cash flows, and development? **Review of Accounting Studies**, v. 6, p.197-220, 2001.

BECKMAN, Judy; BRANDES, Christina; EIERLE, Brigitte. German reporting practices: an analysis of reconciliation from German commercial code to IFRS or US GAAP. **Advances in International Accounting**, v. 20, p. 253-294, 2007.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. 9 ed. New Brunswick, New Jersey (U.S.A.): Transaction Publishers, 2007. Originalmente Publicado em 1932 por Harcourt, Brace & World.

BERNARD, Victor. L. Cross-sectional dependence and problems in inference in market based accounting research. **Journal of Accounting Research**, v.25, p.1-48, Spring, 1987.

_____; THOMAS, Jacob K. Post-earnings-announcement drift: delayed price response or risk premium? **Journal of Accounting Research**, Supplement, p. 1-36, 1989.

_____; THOMAS, Jacob K. Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v.13, p. 305-341, 1990.

_____; THOMAS, Jacob K.; WAHLEN, James. Accounting-based stock price anomalies: separating market efficiencies from research design flaws. **Contemporary Accounting Research**, v. 14, p. 89-136, 1997.

BERNARDO, Heloisa Pinna. **Avaliação empírica do efeito dos anúncios trimestrais do resultado sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais: um estudo de evento.** 2001. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

BINDER, John J. The Event Study Methodology Since 1969. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v.11, n.2, p.111-137, Sept.1998.

BOEHMER, Ekkehart; MASUMECI, Jim; POULSEN, Annette B. Event study methodology under conditions of event induced variance. **Journal of Financial Economics**, v.30, p.253–272, Dec., 1991.

BORBA, José Alonso; ZANDONAI, Fabiana. O que dizem os achados das pesquisas empíricas sobre o teste de impairment: uma análise dos journals em língua inglesa. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 12, p. 24-34, 2009.

BOTOSAN, Christine. A. Disclosure level and and the cost of equity capital. **The Accounting Review**, v. 72, p. 323-349, 1997.

BRADSHAW, Mark T.; MILLER, Gregory S. Will harmonize accounting standards really harmonize accounting evidence from non-US firms adopting US GAAP", **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, v. 23 n.2, pp.233-63, 2008.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <www.planalto.gov.br>. Acesso em: 03/08/2009.

_____. **Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997.** Altera dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, 5 de maio de 1997. Disponível em <www.planalto.gov.br>. Acesso em: 15/08/2009.

_____. **Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007.** Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404/76, e dá outras providências. Disponível em: <www.planalto.gov.br>. Acesso em: 23/08/2009.

_____. **Lei nº 11.941 de 27/05/2009.** Conversão da Medida Provisória nº 449 de 03/12/2008 (MP 449/08) em Lei. Disponível em <www.planalto.gov.br>. Acesso em: 15/08/2009.

BROWN, Philip: TARCA, Ann. Politics, processes and the future of Australian accounting standards. **Abacus**, v.37, n.3, p.267-296, 2001.

BROWN, Stephen J.; LO, Kin; LYS, Thomas. Use of R^2 in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades. **Journal of Accounting and Economics**.v.28, p. 83-115. 1999.

_____; WARNER, Jerold B. Measuring security price performance. **Journal of Financial Economics**.v.8, p.205-258, Sept. 1980.

_____; WARNER, Jerold B. Using Daily Stock Returns: The case of event studies. **Journal of Financial Economics**.v.14, p.3-31, Sept. 1985.

BURGSTAHLER, David C.; DICHEV, Llia D. Earnings, adaptation, and equity value. **The Accounting Review**, v. 72, p.187–215, 1997.

_____; HAIL, Luiz; LEUZ, Christian. The importance of reporting incentives: earnings management in European private and public firms. **The Accounting Review**, v.81, n.5, p.983-1016, out. 2006.

BUSHMAN, Robert M.; CHEN, Qi; ENGEL, Ellen; SMITH, Abbie J. Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. **Journal of Accounting and Economics**. v. 32, p. 167-201, 2004.

_____; PIOTROSKI, Joseph D. Financial reporting incentives for conservative accounting: the influence of legal and political institutions. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, p. 107-148, 2006.

_____; SMITH, Abbie J. Financial accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting and Economics**. v. 32, p. 237-333. 2001.

CALIXTO, Laura. Análise das pesquisas com foco nos impactos da adoção do IFRS em países europeus. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, v. 21, n.1, p 157-187, jan./Mar. 2010.

CALLAO, Susana; JARNE, José I.; LAÍNEZ, José A. Adoption of IFRS in Spain: effect on the comparability and relevance of financial reporting. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**. v. 16, p. 148-178. 2007.

CARVALHAL-DA-SILVA, André. L.; LEAL, Ricardo. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças – RBFin**. Rio de Janeiro: v. 1, n.1, p. 1-18, Jun, 2005.

CHAGAS, Milton Jarbas Rodrigues; DAMASCENA, Luzivalda Guedes; ALVES, Karla Roberta Castro Pinheiro; QUEIROZ, Dimas Barreto de. Evidenciação das subvenções e assistências governamentais recebidas pelas OSCIPs: Uma análise empírica nos estados da Paraíba e do Rio Grande do Norte. In: SEMINÁRIOS DE ADMINISTRAÇÃO - SEMEAD, XIII., 2008, São Paulo-SP. **Anais...** São Paulo: SEMEAD, 2008.

CHAMBERS, Dennis; JENNINGS, Ross; THOMPSON, Robert B. Evidence on the usefulness of capital expenditures as an alternative measure of depreciation. **Review of Accounting Studies**, v.4, p.169-195, Dec. 1999.

CHANDLER, Roy A. The international harmonization of accounting: in search of influence. **International Journal of Accounting Education and Research**, v. 3, p. 222–233, 1992.

CHRISTIE, Andrew A. On cross-sectional analysis in accounting research. **Journal of Accounting and Economics**, v. 9, p. 231-258, 1987.

CHRISTENSEN, Hans B.; LEE, Edward; WALKER, Martin. Cross-sectional variation in the economic consequences of international accounting harmonization: the case of mandatory IFRS adoption in the UK. **International Journal of Accounting**, v. 42, p. 341–379, 2007.

_____; LEE, Edward; WALKER, Martin. Incentives or standards: What determines accounting quality changes around IFRS adoption? **SSRN Working Paper**, 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1013054>>. Acessado em: 17/10/2009.

_____; LEE, Edward; WALKER, Martin. Do IFRS reconciliations convey information? the effect of debt contracting. **Journal of Accounting Research**, v.47, p.1167–1199, 2009.

CHOI, Frederick D.S.; LEVICH, Richard M. Behavioral effects of international accounting diversity. **Accounting Horizons**, v. 5, n. 1, pp. 1-13, Jun. 1991.

_____; MEEK, Gary. K. **International accounting**. 5 ed. Upper Saddle River, New Jersey: Pearson Prentice Hall, 2005.

CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; FAN, Joseph P. H.; LANG, Larry H. P. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **Journal of Finance**, v. 57, n. 2, p. 2.741-2.771, 2002.

CLARKSON, Peter; HANNA, J. Douglas; RICHARDSON, Gordon D.; THOMPSON, Rex. The impact of IFRS adoption on the value relevance of book value and earnings. **SSRN Working Paper**, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1614362>>. Acessado em: 17/10/2009.

COLLINS, Daniel W.; KOTHARI, S. P. An analysis of inter-temporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. **Journal of Accounting and Economics**, v.11, p.143–181, 1989.

_____; MAYDEW, Edward L.; WEISS, Ira S. Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. **Journal of Accounting and Economics**, v. 24, p.39–67, 1997.

COMITÊ de Pronunciamentos Contábeis. **Pronunciamento Técnico CPC 00: Estrutura Conceitual para a Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis**. Brasília: 11 de janeiro de 2008. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br>>. Acessado em: 12/08/2009.

_____. **Pronunciamento Técnico CPC 01: Redução ao Valor Recuperável de Ativos**. Brasília: 06 de agosto de 2010. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br>>. Acessado em: 20/08/2010.

_____. **Pronunciamento Técnico CPC 02:Efeitos das Mudanças nas Taxas de Câmbio e Conversão de Demonstrações Contábeis**. Brasília 03 de setembro de 2010. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br>>. Acessado em: 17/09/2010.

_____. **Pronunciamento Técnico CPC 03: Demonstração dos Fluxos de Caixa**. Brasília 03 de setembro de 2010. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br>>. Acessado em: 17/09/2010.

_____. **Pronunciamento Técnico CPC 04: Ativo Intangível**. Brasília 03 de outubro de 2008. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br>>. Acessado em: 20/02/2010.

_____. **Pronunciamento Técnico CPC 05: Divulgação sobre Partes Relacionadas**. Brasília 03 de setembro de 2010. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br>>. Acessado em: 17/09/2010.

_____. **Pronunciamento Técnico CPC 06: Operações de Arrendamento Mercantil.** Brasília: 03 de outubro de 2008. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br>>. Acessado em: 20/02/2010.

_____. **Pronunciamento Técnico CPC 07: Subvenção e Assistência Governamentais.** Brasília: 03 de outubro de 2008. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br>>. Acessado em: 20/02/2010.

_____. **Pronunciamento Técnico CPC 08 :Custos de Transação e Prêmios na Emissão de Títulos e Valores Mobiliários.** Brasília: 30 de outubro de 2008. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br>>. Acessado em: 20/02/2010.

_____. **Pronunciamento Técnico CPC 09: Demonstração do Valor Adicionado.** Brasília: 30 de outubro de 2008. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br>>. Acessado em: 20/02/2010.

_____. **Pronunciamento Técnico CPC 10: Pagamento Baseado em Ações.** Brasília: 05 de dezembro de 2008. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br>>. Acessado em: 20/02/2010.

_____. **Pronunciamento Técnico CPC 11: Contratos de Seguro.** Brasília: 05 de dezembro de 2008. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br>>. Acessado em: 20/02/2010.

_____. **Pronunciamento Técnico CPC 12: Ajuste a Valor Presente.** Brasília: 05 de dezembro de 2008. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br>>. Acessado em: 20/02/2010.

_____. **Pronunciamento Técnico CPC 13: Adoção Inicial da Lei 11.638/07 e da Medida Provisória n 449/08.** Brasília: 05 de dezembro de 2008. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br>>. Acessado em: 14/08/2009.

COMISSÃO de Valores Mobiliários (CVM). **Instrução nº 457, de 13 de julho de 2007.** Dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações financeiras consolidadas, com base no padrão internacional emitido pelo *International Accounting Standards Board* – IASB. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>> Acessado em 14/08/2009.

_____. **Deliberação nº 539, de 14 de março de 2008.** Aprova o pronunciamento conceitual básico do CPC que dispõe sobre a estrutura conceitual para a elaboração e apresentação das demonstrações contábeis. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>> Acessado em: 14/08/2009.

_____. **Estudo sobre as diferenças e similaridades entre as Normas Internacionais de Contabilidade – IFRS e as Normas e Práticas Contábeis Brasileiras**, 2008. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/port/snc/Estudo%20sobre%20as%20práticas%20contábeis%20brasileiras%20e%20as%20normas%20internacionais%20de%20contabilidade%20\(IFRS\).asp](http://www.cvm.gov.br/port/snc/Estudo%20sobre%20as%20práticas%20contábeis%20brasileiras%20e%20as%20normas%20internacionais%20de%20contabilidade%20(IFRS).asp)>. Acessado em: 12/08/2009.

_____. **Instrução nº 469, de 02 de maio de 2008**. Dispõe sobre a aplicação da Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera as Instruções CVM nº 247, de 27 de março de 1996 e 331, de 4 de abril de 2000. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>> Acessado em: 12/08/2009.

CONSELHO Federal de Contabilidade (CFC). **Resolução nº 1.055, de 07 de outubro de 2005**. Cria o Comitê de Pronunciamentos Contábeis - (CPC), e dá outras providências. Disponível em: <<http://www.cfc.org.br>> Acessado em: 12/08/2009.

_____. **Resolução nº 1.103, de 28 de setembro de 2007**. Cria o Comitê Gestor da Convergência no Brasil, e dá outras providências. Disponível em: <<http://www.cfc.org.br>> Acessado em: 12/08/2009.

CORDAZZO, Michela. The impact of IAS/IFRS on accounting practices: evidence from Italian listed companies. **Working Paper**, 2007. Disponível em: <<http://www.hec.unil.ch/urccf/seminar/Michela%2520Cordazzo%2520-%2520Dec07.pdf>>. Acessado em: 13/03/2010.

CORRADO, Charles. A nonparametric test for abnormal security-price performance in event studies. **Journal of Financial Economics**, v.23, p.385-395, 1989.

COSTA, Fábio Moraes da; LOPES, Alexsandro Broedel. Ajustes aos US-GAAP: estudo empírico sobre sua relevância para empresas brasileiras com ADRs negociados na Bolsa de Nova Iorque. **Revista de Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, v.18, p. 45-57, Junho 2007.

COSTA, José A. Machado. **Evidenciação Contábil dos Instrumentos Financeiros Derivativos no Brasil – Uma Análise Comparativa SEC X CVM Após os Efeitos da Lei 11.638/07 e do CPC 14**. Rio de Janeiro: Faculdade IBMEC, 2010. Dissertação de Mestrado em Administração.

COSTA JUNIOR, Jorge Vieira; MARTINS, Eliseu. Retornos anormais, big bath e performance operacional anormal de firmas brasileiras envolvidas em fusões e aquisições no período de 2002 a 2006. In: CONGRESSO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE, II., 2008, Salvador (BA). **Anais...**Salvador: ANPCONT, 2008.

COVRIG, Vicente M.; DeFOND, Mark L.; HUNG, Mingyi. Home bias, foreign mutual fund holdings, and the voluntary adoption of international accounting standards. **Journal of Accounting Research**, v. 45, p. 41–70, 2007.

DALMÁCIO, Flávia Zóboli. **Mecanismos de governança e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro: uma análise sob a perspectiva da teoria de sinalização**. 2009. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamentos de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

_____; REZENDE, Amaury José. A Relação entre o timeliness e a utilidade da informação contábil e os mecanismos de governança corporativa: evidências no mercado acionário brasileiro. **Base - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**. p 163-174, set/dez. 2008.

DASKE, Holger. Economic benefits of adopting IFRS or US-GAAP – have the expected costs of equity capital really decreased? **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 33, p. 329–373, 2006.

_____; HAIL, Luzi; LEUZ, Christian; VERDI, Rodrigo. Mandatory IFRS reporting around the world: early evidence on the economic consequences. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 5, p.1085-1142, Dec. 2008.

_____; HAIL, Luzi; LEUZ, Christian; VERDI, Rodrigo. Adopting a label: heterogeneity in the economic consequences of IFRS adoptions. **SSRN Working Paper**, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1502413>>. Acessado em 05/03/2010.

DEAN, Graeme W.; CLARKE, Frank. L. An evolving conceptual framework? **Abacus**, v.39, n.3, 2003.

DECHOW, Patricia M.; SLOAN, Richard G.; SWEENEY, Amy P. Detecting earnings management. **The Accounting Review**, v. 70, p. 3–42, 1995.

_____; HUTTON, Amy P.; SLOAN, Richard G. An empirical assessment of the residual income valuation model. **Journal of Accounting and Economics**, v. 26, p. 1–34, 1999.

DEFOND, Mark; HUNG, Mingyi; TREZEVANT, Robert. Investor protection and the information content of annual earnings announcements: international evidence. **Journal of Accounting and Economics** 43, p.37-67, 2007.

DELOITTE. **IFRS ao seu alcance.** 2010. Disponível em: <http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Brazil/Local%20Assets/Documents/Pocket_2010.pdf>. Acessado em: 31/07/2010.

DING, Yuan; HOPE, Ole-Kristian; JEANJEAN, Thomas; STOLOWY, Herve. Differences between domestic accounting standards and IAS: measurement, determinants and implications. **Journal of Accounting & Public Policy**, v.26, p. 1–38, 2007.

_____; JEANJEAN, Thomas; STOLOWY, Herve. Observations on measuring the differences between domestic accounting standards and IAS: A reply. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 28, n. 2, .154-161, 2009.

_____; STOLOWY, Hervé; TENENHAUS, Michel. Shopping around for accounting practices: the financial statement presentation of French groups. **ABACUS**, v. 39, n. 1, p. 42-65, 2003.

DODD, Peter; WARNER, Jerold B. On corporate governance: a study of proxy contests. **Journal of Financial Economics**, v.11, p.401-438, 1983.

DOIDGE, Craig; KAROLYI, George Andrew; STULZ, Rene M.; LINS, Karl V.; MILLER, Darius P. Private benefits of control, ownership, and the cross-listing decision. April/2006. ECGI - **Finance Working Paper n. 77/2005**. Dice Center Working Paper n. 2005-2. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=668424>>. Acessado em: 27/03/2010.

DOLLEY, James C. Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups. **Harvard Business Review**, v.11, p.316-26, Apr., 1933.

DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: an international comparison. **Journal of Finance**, 59, n.2, p.537-600, 2004.

DYE, Ronald A. Mandatory versus voluntary disclosures: the cases of financial and real externalities. **The Accounting Review**, v. 65, p. 1-24, 1990.

EASTON. Peter D. Discussion of revalued financial, tangible, and intangible assets: association with share prices and non-market-based value estimates. **Journal of Accounting Research**, v. 36, p. 235–247, 1998.

_____. Security returns and the value relevance of accounting data. **Accounting Horizons**, v. 13 n. 4, p. 399-412, Dec, 1999.

_____; HARRIS, Trevor S. Earnings as an explanatory variable for returns. **Journal of Accounting Research**, v. 29, p. 19–36, 1991.

_____; SHROFF, Pervin; TAYLOR, Gary. Permanent and transitory earnings, accounting recording lag, and the earnings coefficient. **Review of Accounting Studies**, v. 5, n.4, p.281-300, 2000.

_____; SOMMERS, Gregory A. Scale and the scale effect in market-based accounting research. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 30, p. 25-55, 2003.

EDWARDS, Edgar O.; BELL, Philip W. **The theory and measurement of business income**. Berkeley: University of California Press, 1961.

FAMA, Eugene F.; FISHER, Lawrence; JENSEN, Michael C.; ROLL, Richard W. The adjustment of stock prices to new information. **International Economic Review**, v.10, p.1-21, 1969.

_____; FRENCH, Kenneth R. The cross-section of expected stock returns. **The Journal of Finance** v. 47 p. 427-465 Jul, 1992.

_____; MILLER, Merton H. **The Theory of Finance**. Hinsdale: Dryden Press, 1972.

FAN, Joseph P. H.; WONG, T. J. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, p.401-425, 2002.

FELTHAM, Gerald A.; OHLSON, James A. valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, n. 2, p. 689-731, Spring 1995.

_____; OHLSON, James A. Uncertainty resolution and the theory of depreciation measurement. **Journal of Accounting Research**, v. 34, n. 2, p. 209-234, 1996.

FONTES, Alexandra; RODRIGUES, Lúcia Lima; CRAIG, Russel. Measuring convergence of national accounting standards with international financial reporting standards. **Accounting Forum**, n. 29, p. 415-436, 2005.

FORKER, John J. Corporate governance and disclosure quality. **Accounting and Business Research**, v.22, p.111-124, 1992.

FOSTER, George; OLSEN, Chris; SHEVLIN, Terry. Earnings releases, anomalies and the behavior of security returns. **The Accounting Review**, v. 59, p. 574–603, 1984.

FRANCIS, Jennifer; SCHIPPER, Katherine. Have financial statement lost their relevance? **Journal of Accounting Research**, v. 37, n. 2, p. 319-352, 1999.

FRANKEL, Richard; LEE, Charles M. C. Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional returns. **Journal of Accounting and Economics**, v.25, p. 283-319, 1998.

_____; LI, Xu. Characteristics of a firm's information environment and the information asymmetry between insiders and outsiders. **Journal of Accounting and Economics**, v. 37, p. 229-59, 2004.

FRENCH, Kenneth. R.; ROLL, Richard. Stock return variances: The arrival of information and the reaction of traders. **Journal of Financial Economics**, v. 17, p.5-26, 1986.

FREEMAN, Robert N.; TSE, Senyo. The multiperiod information content of accounting earnings: confirmations and contradictions of previous earnings reports. **Journal of Accounting Research**, v. 27, Supplement, p. 49–84, 1989.

GALDI, Fernando Caio. **Estratégias de investimento em ações baseadas na análise de demonstrações contábeis: é possível prever o sucesso?** 2008. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamentos de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

_____; LOPES, Alexsandro Broedel. Relação de longo prazo e causalidade entre o lucro contábil e o preço das ações: Evidências do mercado latino-americano. **Revista de Administração da USP – RAUSP**, 43, p. 186-201, 2008.

GJERDE, Øystein; KNIVSFLÅ, Kjell Henry; SÆTTEM, Frode. The value relevance of adopting IFRS: evidence from 145 NGAAP restatements. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v.17, p. 92-112, 2007.

GONEDES, Nicholas J.; DOPUCH, Nicholas. Capital market equilibrium, information production, and selecting accounting techniques: theoretical framework and review of empirical work. **Journal of Accounting Research**, v. 12, p. 48–130, 1974.

GRAY, S. The impact of comparative accounting differences from a security-analysis perspective: some European evidence. **Journal of Accounting Research**, v.18, n.1, 1980.

GUENTHER, David A.; YOUNG, Danqing. The association between financial accounting measures and real economic activity: a multinational study, **Journal of Accounting and Economics**, v. 29, p. 53-72, 2000.

HAIL, Luzi; LEUZ, Christian; WYSOCKI, Peter D. Global accounting convergence and the potential adoption of ifrs by the united states: an analysis of economic and policy factors. **SSRN Working Paper**, 2009. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1357331>>. Acessado em: 13/01/2010.

HALLER, Axel; ERNSTBERGER, Jürgen; FROSCHHAMMER, Matthias. Implications of the mandatory transition from national GAAP to IFRS – empirical evidence from Germany. **Advances in Accounting, Incorporating Advances in International Accounting**. v.25, n.2, p. 226-236, Dec. 2009.

HAND, John R. M.; LANDSMAN, Wayne R. Testing the Ohlson Model: v or not v, that is the question. **SSRN Working Paper**, 1998. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=126308>>. Acessado em 14/01/2009.

HARRIS, Mary S.; MULLER III, Karl A. The market valuation of IAS versus US-GAAP accounting measures using Form 20-F reconciliations. **Journal of Accounting and Economics**. v. 26, p. 285-312, 1999.

HARRIS, Trevor S.; OHLSON, James A. Accounting disclosures and the market's valuation of oil and gas properties: evaluation of market efficiency and functional fixation. **The Accounting Review**, p.764-780, oct. 1990.

HAVERTY, John L. Are IFRS and U.S.GAAP converging? Some evidence from People's Republic of China companies listed on the New York Stock Exchange. **Journal of International Accounting Auditing & Taxation**. v.15, p.48-71, 2006.

HAW, In-Mu; HU, Bingbing; HWANG, Lee-Seok; WU, Woody. Ultimate ownership, income management, and legal and extra-legal institutions. **Journal of Accounting Research**, v. 42, p. 423-62, 2004.

HEALY, Paul M. The effect of bonus schemes on accounting decisions. **Journal of Accounting and Economics**, v. 7, p. 85-107, 1985.

_____; WHALEN, James M. A review of the earnings management literature and its implications for standards setting. **Accounting Horizons**, v. 13, p. 365-383, 1999.

HERREIRA, Patrícia Isabel Bravo; PROCIANOY, Jairo Laser. Avaliação dos Retornos das Ações das Empresas Concordatárias. **Revista de Administração da USP – RAUSP**, v.35, n.1, p.86-97, 2000.

HODGDON, Christopher; TONDKAR, Rasoul H.; ADHIKARI, Ajay; HARLESS, David W. Compliance with International Financial Reporting Standards and Auditor Choice: New Evidence on the Importance of the Statutory Audit. **The International Journal of Accounting**, v. 44, n. 1, p. 33-55, 2009.

HOLTHAUSEN, Felipe Santos; GALLI, Oscar Claudino. Lançamento de ADRS por empresas brasileiras no mercado norte-americano: valorização de mercado, volatilidade e performance ajustada ao risco. In: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, XXV., 2001, Campinas (SP). **Anais...Campinas: ENANPAD**, 2001.

HOLTHAUSEN, Robert L. Testing the relative power of accounting standards versus incentives and other institutional features to influence the outcome of financial reporting in an international setting. **Journal of Accounting and Economics**, v.36, p.271-283, 2003.

_____; WATTS, Ross L. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. **Journal of Accounting and Economics**. v. 31, p. 3-75, May. 2001.

HORTON, Joanne; SERAFEIM, George. Market reaction to and valuation of IFRS reconciliation adjustments: first evidence from the UK. **Review of Accounting Studies**, July, 2009.

HUNG, Mingyi. Accounting standards and value relevance of financial statements: an international analysis. **Journal of Accounting & Economics**, v. 30, n.3, p. 401-420, 2000.

_____; SUBRAMANYAM, K. R. Financial statement effects of adopting international accounting standards: the case of Germany. **Review of Accounting Studies**, v. 12, p. 623–657, 2007.

IKUNO, Luciana Miyuki; NIYAMA, Jorge Katsumi; BOTELHO, Ducineli Régis; SANTANA, Claudio Moreira. Contabilidade internacional: uma análise da produção científica sobre nos principais periódicos internacionais da área (2000 a 2009). In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, X., 2010, São Paulo. **Anais...**São Paulo: EAC/FEA/USP, 2010.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da Contabilidade**. 10^a ed. São Paulo: Atlas, 2010.

JESUS, Tânia Alves; MORAIS, Ana Isabel; CURTO, José Dias. Empirical evidence on the stock market valuation of IFRS reconciliations of earnings and book value. In: ASIAN-PACIFIC CONFERENCE ON INTERNATIONAL ACCOUNTING ISSUES, 20^o., 2008, Paris (FR). **Anais...** Paris: APC, 2008.

JIN, Li; MYERS, Stewart C. R^2 around the world: New theory and new tests, **Journal of Financial Economics**, v. 79, n. 2, p. 257-292, Feb. 2006.

JONES, Jennifer J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, v. 29, p. 193-228, 1991.

KADRI, Mohd Hali; IBRAHIM, M.K.; AZIZ, Rozainun Abdul. Value relevance of book value and earnings: evidence from two different financial reporting regimes. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, v.7, n.1, p.1-16, 2009.

KLAPPER, Leora; LOVE, Inessa. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**. v.10, n.5, p.703-728, 2004.

KLOECKNER, Gilberto de Oliveira. Estudo de Eventos: A análise de um método. **Revista Brasileira de Administração Contemporânea**. v1, n.2, p.261-270, set. 1995.

KORMENDI, Roger C.; LIPE, Robert. Earnings innovations, earnings persistence and stock returns. **Journal of Business**, v. 60, p. 323-345, 1987.

KOTHARI, S.P. Capital markets research in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v.31, p.105-231, 2001.

_____; SHANKEN, Jay. Time-series coefficient variation in value-relevance regressions: a discussion of Core, Guay, and Van Buskirk and new evidence. **Journal of Accounting and Economics**, v. 34, p. 69-87, 2003.

_____; WARNER, Jerold B. The econometrics of event studies. **SSRN Working Paper**, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=608601>>. Acessado em 10/03/2009.

_____; ZIMMERMAN, Jerold L. Price and Return Models. **Journal of Accounting and Economics**, v. 20, p. 155-192, 1995.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Investor protection and corporate governance. **SSRN Working Paper**, 1999. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=183908>>. Acessado em: 02/06/2008.

_____; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W.; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, p.1113-1155, 1998.

LAMBERT, Richard; LEUZ, Christian; VERRECCHIA, Robert E. Accounting information, disclosure, and cost of capital, **Journal of Accounting Research**, v.45, p.385-420, 2007.

LAND, Judy; LANG, Mark. Empirical evidence on the evolution of international earnings. **The Accounting Review**, v. 77 (Supplement) p.115-133, 2002.

LANDSMAN, Wayne. R.; MAGLIOLO, Joseph. Cross-sectional capital market research and model specification. **The Accounting Review**, p. 586-604, 1988.

_____; MAYDEW, Edward L. Beaver (1968) revisited: has the information content of annual earnings announcements declined in the past three decades? **SSRN Working Paper**, May, 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=204068>>. Acessado em 15/03/2009.

_____; MAYDEW, Edward L. Has the information content of quarterly earnings announcements declined in the past three decades? **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 3, p.797-808, 2002.

LANG, Mark; RAEDY, Jana S.; WILSON, Wendy. Earnings management and cross listing: Are reconciled earnings comparable to US earnings? **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, n. 1-2, p. 255-283, out. 2006.

LARSON, Robert K.; STREET, Donna L. Convergence with IFRS in an expanding Europe: progress and obstacles identified by large accounting firm's survey. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v.13, p.89-119, 2004.

LEE, Charles M.C. Earnings news and small trades: an intraday analysis. **Journal of Accounting and Economics**, v.15, p. 265–302, 1992.

LEITE, Hélio de Paula; SANVICENTE, Antonio Zoratto. Valor patrimonial: usos, abusos e conteúdo informacional. **Revista de Administração de Empresas**, v.30, n.3, p.17-31, Jul-Set. 1990.

LEMES, Sirlei; CARVALHO, Luiz Nelson Guedes de. Comparabilidade entre o resultado em BR GAAP e U.S. GAAP: evidências das companhias brasileiras listadas nas bolsas norte-americanas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 50, p. 25-45, maio/agosto 2009.

LEUZ, Christian. IAS Versus U.S.-GAAP: Information asymmetry-based evidence from Germany's New Market. **Journal of Accounting Research**, v. 41, p. 445-472, 2003.

_____. Cross listing, bonding and firms' reporting incentives: a discussion of Lang, Raedy and Wilson (2006). **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, p. 285 – 299, 2006.

_____; NANDA, Dhananjay; WYSOCKI, Peter D. Earnings management and investor protection: an international comparison. **Journal of Financial Economics**, v. 69, p. 505-527, Sept, 2003.

_____; OBERHOLZER-GEE, Felix, Corporate transparency and political connections. **Working paper**, 2003. Wharton School, University of Pennsylvania. Disponível em: <https://mercury.smu.edu.sg/rsrchpubupload/1865/Leuz-Oberholzer_CorpTransparency.pdf> Acessado em: 23/01/2009.

_____; VERRECCHIA, Robert E. The economic consequences of increased disclosure. **Journal of Accounting Research**, v. 38, p.91–124, 2000.

LEV, Baruch. On the usefulness of earnings and earnings research: lessons and directions from two decades of empirical research. **Journal of Accounting Research**, v. 27, p. 153-193, 1989.

_____; OHLSON, James A. Market-based empirical research in accounting: a review, interpretation, and extension. **Journal of Accounting Research**, p.249-322, 1982.

_____; SOUGIANNIS, Theodore. The capitalization, amortization, and value relevance of R&D. **Journal of Accounting and Economics**. v.21, p.107–138, 1996.

_____; ZAROWIN, Paul. The boundaries of financial reporting and how to extend them. **Journal of Accounting Research**, n. 37, p. 353-386, 1999.

LIMA, Vinícius Simmer de; LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de; LIMA, Iran Siqueira; CARVALHO; Luiz Nelson Guedes de. Determinantes da convergência aos padrões internacionais no Brasil *In: CONGRESSO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE, IV.*, 2010, Natal (RN). **Anais...Natal: ANPCONT**, 2010.

LIMA, João Batista Nast de; TERRA, Paulo Renato Soares. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais as informações financeiras. *In: ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, XXVIII.*, 2004, Curitiba (PR). **Anais...Curitiba: ENANPAD**, 2004a.

_____; TERRA, Paulo Renato Soares. A reação do mercado de capitais brasileiro à divulgação das informações contábeis. *In: ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, XXVIII.*, 2004, Curitiba (PR). **Anais...Curitiba: ENANPAD**, 2004b.

LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de; YAMAMOTO, Marina Mitiyo; LIMA, Iran Siqueira; MALACRIDA, Mara Jane Contrera. Um estudo da eficiência informacional do mercado acionário brasileiro. **Revista de Informação Contábil**, v.2, n. 1, p 1-18, jan-mar/2008.

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, Alexsandro Broedel. **A Relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à Bovespa**. 2001, 308 fls. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

_____. **A informação contábil e o mercado de capitais**. São Paulo: Thomson, 2002.

_____. Valuation properties of accounting numbers in Brazil. **Corporate Ownership & Control**, United Kingdom, v. 1, p. 31-36, 2004.

_____. Financial accounting in Brazil: an empirical examination. **Latin American Business Review**, (Binghamton), v. 6, p. 45-68, 2006.

_____. **The relation between firm-specific corporate governance, cross-listing and the informativeness of accounting numbers in Brazil.** Thesis. 2009. Manchester Business School, University of Manchester, 2009.

_____; MARTINS, Eliseu. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem.** São Paulo: Atlas, 2005.

_____; SANTANNA, Dimitri Pinheiro; COSTA, Fábio Moraes da. A relevância das informações contábeis na Bovespa a partir do arcabouço teórico de Ohlson: avaliação dos modelos de Residual Income Valuation e Abnormal Earnings Growth. **Revista de Administração da USP**, v. 42, n.4, p. 497-510, 2007.

_____; WALKER, Martin. Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: an experiment in Brazil. **SSRN Working Paper**. 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1095781>>. Acesso em 17/08/2009.

LORIATO, Ayres Geraldo, GOMES, Leonardo Lima. Volumes anormais de negócios no mercado brasileiro de ações em função dos anúncios contábeis anuais. *In*: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E FINANÇAS, VI., São Paulo (SP), 2006. Anais... São Paulo: EAC/FEA/USP, 2006.

MACKINLAY, A. Craig. Event studies in economic and finance. **Journal of Economic Literature**.v.XXXV, p.13-39, Mar. 1997.

MAINES, Laureen A.; BARTOW, Eli; FAIRFIELD, Patricia; HIRST, D. Eric; IANNAONI, Teresa E.; MALLETT, Russell; SCHRAND, Catherine M.; SKINNER, Douglas J.; VINCENT, Linda. Evaluating concepts-based vs. rules-based approaches to standard setting. (Commentary). **Accounting Horizons**, v. 17 n.1, p.73-89, 2003.

MALACRIDA, Mara Jane Contrera; YAMAMOTO, Marina Mitiyo; LIMA, Iran Siqueira, LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de. A relevância da demonstração do fluxo de caixa para o mercado de capitais brasileiro. *In*: ASSOCIAÇÃO DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, XXXII., 2008, Rio de Janeiro (RJ). **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2008.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Técnicas de pesquisa**. 4 ed. São Paulo: Editora Atlas, 1999.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual de elaboração de monografias e dissertações**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

_____. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

McWILLIAMS, Abigail; SIEGEL, Donald. Event studies in management research: theoretical and empirical issues. **Academy of Management Journal**, v.40, n.3, p.626-657, 1997.

MEEK, Gary K.; THOMAS, Wayne B. A review of markets-based international accounting research. **Journal of International Accounting Research**, v.3 n.1, p. 21–41, 2004.

MEULEN, Sofie Van der; GAEREMYNCK, Ann; WILLEKENS, Marleen. Attribute differences between U.S. GAAP and IFRS earnings: an exploratory study. **International Journal of Accounting**, v.42, p.148–152, 2007.

MOHANRAN, Partha S. Separating winners from losers among low book-to-market stocks using financial statement analysis. **Review of Accounting Studies**. v.10, p. 133-170, 2005.

MORAIS, Ana Isabel; CURTO, José Dias. Accounting quality and the adoption of IASB Standards – Portuguese evidence. **Revista Contabilidade & Finanças**, USP, v. 19, n. 48, p. 103-111, 2007.

MORCK, Randall K.; YEUNG, Bernard; YU, Wayne. The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock price movements? **Journal of Financial Economics**, v. 58, p.215-260, 2000.

NASCIMENTO, Marília; PIRES, Mirian Albert; COSTA, Fábio Moraes da; TASSO, Carla Cristina. Análise do conteúdo informacional das demonstrações contábeis em US-GAAP: um estudo de evento. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E FINANÇAS, VI., São Paulo (SP), 2006. Anais... São Paulo: EAC/FEA/USP, 2006.

_____; COSTA, Fábio Moraes da; LOPES, Alessandro Broedel; PEREIRA, Luiz Cláudio dos Santos; GONÇALVES, Ivone Luiz. Análise do conteúdo informacional do resultado contábil em US-GAAP: um estudo de evento em companhias abertas brasileiras que negociam ADRs na bolsa de Nova Iorque. In: ASSOCIAÇÃO DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, XXXI., 2007, Rio de Janeiro (RJ). **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

NAKAYASU, Gilberto Noboro. **O impacto do anúncio e da adesão das ações aos níveis diferenciados de governança corporativa no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo: Universidade de São Paulo, 2006.

NAVARRO, Paulo S. **O impacto de formas societárias sobre o valor das empresas de capital aberto: o caso da transformação de conglomerados financeiros em bancos múltiplos**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Porto Alegre: Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 1996.

NESS Jr., Walter Lee. A internacionalização do mercado de capitais e a capacidade previsionária de analistas de investimento. *In: ASSOCIAÇÃO DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, XIX.*, 1995, Rio de Janeiro (RJ). **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 1995.

NISKANEN, Jyrki; KINNUNEN, Juha; KASANEN, Eero. A note on the information content of parent company versus consolidated earnings in Finland. **European Accounting Review**, v.7, p. 31–40, 1998.

NIYAMA, Jorge Katsumi. **Contabilidade internacional**. São Paulo: Atlas, 2005.

NOBES, Christopher. Towards a general model of the reasons for international differences in financial reporting. **Abacus**, v. 34, n. 2, p 162-187, 1990.

O'CONNELL, Vincent; SULLIVAN, Katie. The impact of mandatory conversion to IFRS on the net income of FTSEurofirst 80 firms. **Journal of Applied Research in Accounting and Finance**, v. 3, n. 2, p. 17-26, 2008.

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

OKIMURA, Rodrigo Takashi; SOUSA, Almir Ferreira. O valor econômico adicionado (EVA[®]) possui maior relação do que o lucro líquido no Brasil? *In: ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, XXVIII.*, 2004, Curitiba (PR). **Anais...** Curitiba: ENANPAD, 2004.

OU, Jane. A.; PENMAN, Steven. H. Financial statement analysis and the prediction of stock returns. **Journal of Accounting and Economics**, n. 11, p. 295-329, 1989.

PARKER, Robert H.; MORRIS, Richard D. The Influence of U.S. GAAP on the harmony of accounting measurement policies of large companies in the U.K. and Australia. **Abacus**, v. 37, n. 3, p.297-328, 2001.

PATELL, James. Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior: empirical. **Journal of Accounting Research**, v.14, n.2, p. 246-276, 1976.

_____; WOLFSON, Mark. The intraday speed of adjustment of stock prices to earnings and dividend announcements. **Journal of Financial Economics**, v. 13, 223–252, 1984.

PEASNELL, Ken V. On capital budgeting and income measurement. **Abacus**, v. 17, n.1, p. 52–67, 1981.

PENMAN, Stephen. H.; SOUGIANNIS, Theodore. A comparison of dividend, cash flow, and earnings approaches to equity valuation. **Contemporary Accounting Research**, v. 15, n. 3, p. 343-383, 1998.

PEROBELLI, Fernanda F. Cordeiro; NESS Jr, Walter Lee. A reação do mercado acionário a variações inesperadas nos lucros das empresas: um estudo sobre a eficiência informacional no mercado brasileiro. *In*: ASSOCIAÇÃO DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, XXIV., 2000, Florianópolis (SC). **Anais...** Florianópolis: ANPAD, 2000.

_____; PEROBELLI, Fernando S.; ARBEX, Marcelo Aarestrup. Expectativas racionais e eficiência informacional: análise do mercado acionário brasileiro no período 1997-1999. **Revista de Administração Contemporânea**, v.4, n.2, p.7-27, 2000.

PETERSEN, Mitchell A. Estimating standard errors in finance panel data sets: comparing approaches. **The Review of Financial Studies**, v. 22, n. 1, 2009.

PIOTROSKI, Joseph D. Value investing: the use of historical financial statement information to separate winners from losers. **Journal of Accounting Research**. v.38, p. 1-41, 2000.

PONTE, Vera Maria Rodrigues; LUCA, Marcia Martins Mendes de; OLIVEIRA, Marcelle Colares; AQUINO, Luiz Damazio Pereira de. Análise do grau de cumprimento das práticas de divulgação definidas pelo pronunciamento técnico CPC 13 no âmbito das companhias abertas. *In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, X., São Paulo, 2010. Anais...* São Paulo: EAC/FEA/USP. 2010a.

_____; OLIVEIRA, Marcelle Colares; CAVALCANTE, Danival Sousa. Análise das práticas de divulgação do ajuste ao valor presente (AVP) pelas companhias listadas na BM&FBOVESPA. *In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, X., São Paulo, 2010. Anais...* São Paulo: EAC/FEA/USP. 2010b.

PREINREICH, Gabriel. A. D. The fair value and yield of common stock. **The Accounting Review**, p. 130-132, March 1938.

PROCIANOY, Jairo Laser; ANTUNES, Marco Aurélio. Os efeitos das decisões de investimentos das empresas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais. **Revista de Administração da USP – RAUSP**, v.38, n.1, p.5-14, 2003.

PRUX Jr, Jaime Luiz. **Assimetria informacional e precificação das ações das empresas negociadas na bolsa de valores de são paulo: evidências a partir da faculdade de divulgar demonstrações contábeis em moeda constante a partir de 1996**. Porto Alegre:UFRGS, 1998. Dissertação (Mestrado em Administração) Faculdade de Ciências Econômicas – Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

RANGEL, Luciene Lauret; DALMÁCIO; Flávia Zóboli; TEIXEIRA, Aridelmo José Campanharo. A relevância dos indicadores contábeis para estimativa de retorno das ações: um estudo empírico no setor de metalurgia e siderurgia. *In: ASSOCIAÇÃO DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, XXIX, 2005, Brasília (DF). Anais...* Brasília: ANPAD, 2005.

REES, Lynn L. The information contained in reconciliations to earnings based on us accounting principles by non-us companies. **Accounting and Business Research**. v. 25. n. 100. p. 301-310, 1995.

REZENDE, Amaury José; BATISTELLA, Flávio Donizete; DALMÁCIO, Flávia Zóboli; BRITO, Giovani Antônio Silva; LOPES, Alexsandro Broedel. A relevância da informação contábil no mercado de ações brasileiro: uma análise informação societária e informação corrigida. *In: ASSOCIAÇÃO DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, XXXII., 2008, Rio de Janeiro (RJ). Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2008a.

_____; DALMÁCIO, Flávia Zóboli; NILSEN, F. The impact of non-accrued contingent liability on the equity market value of Brazilian companies. *In: AMERICAN ACCOUNTING ASSOCIATION ANNUAL MEETING AND CONFERENCE ON TEACHING AND LEARNING IN ACCOUNTING – AAA.*, 2010, San Francisco. **Anais...** San Francisco: AAA, 2010.

_____; MARTINS, Eliseu; DALMÁCIO, Flávia Zóboli. The relevance of deferred charges and goodwill in the valuation of brazilian companies. *In: ANNUAL CONGRESS OF EUROPEAN ACCOUNTING ASSOCIATION - EAA*, 31st, 2008, Rotterdam. **Anais...**Rotterdam, 2008b.

ROLL, Richard R. R-squared. **Journal of Finance**.v.43, 541-566, 1988.

SANTOS, Marcelo Guilherme dos. **Análise do nível de aderência aos requisitos de divulgação das normas de impairment e as alterações nos resultados contábeis: estudo de casos**. 2009. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Economia e Finanças do IBMEC - Programa de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração e Economia.

SANTOS, Mateus Alexandre Costa dos; LUSTOSA, Paulo Roberto Barbosa. O efeito dos componentes do lucro contábil no preço das ações. **Revista UnB Contábil**, v. 11, n. 1-2, p.87-103, jan./dez. 2008.

SANTOS, Edilene S.; CALIXTO, Laura. Impactos do início da harmonização contábil internacional (lei 11.638/07) nos resultados das empresas abertas. **RAE- Eletrônica**, v. 9, n. 1, Art. 5, jan./jun. 2010.

SARLO NETO, Alfredo; GALDI, Fernando Caio; DALMÁCIO, Flávia Zóboli. Uma pesquisa sobre o perfil das ações brasileiras que reagem à publicação dos resultados contábeis. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 3, p. 22-40, 2009.

_____; LOPES, Alexsandro Broedel; COSTA, Fábio Moraes da. O conteúdo informativo da contabilidade: um estudo sobre o impacto da divulgação das informações contábeis no mercado brasileiro abordando o efeito liquidez. *In: SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS*, VI., 2006, Vitória (ES). **Anais...**Vitória: SBFIN, 2006.

_____; LOSS, Lenita; NOSSA, Valcemiro; TEIXEIRA, Aridelmo José Campanharo Uma Investigação sobre a Capacidade Informacional dos Lucros Contábeis no Mercado Acionário Brasileiro. *In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE*, III, 2003, São Paulo (SP). **Anais...** São Paulo: EAC/FEA/USP, 2003.

_____; TEIXEIRA, Arideldo José Campanharo; LOPES, Alexsandro Broedel; LOSS, Lenita. O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. **Revista de Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, n. 37, p. 46-58, Jan./Abr. 2005.

SCARPIN, Jorge Eduardo; PINTO, Juliana; BOFF, Marines Lúcia. A relevância da informação contábil e o mercado de capitais: uma análise empírica das empresas listadas no índice brasil. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 7º., 2007, São Paulo (SP). **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2007.

SCHIEBEL, Alexander. Value relevance of German GAAP and IFRS consolidated Financial Reporting: An empirical analysis on the Frankfurt Stock Exchange. **Working Paper**, 2006. Disponível em: < <http://ssrn.com/abstract=916103>>. Acessado em: 10/01/2009.

SCHIEHLL, Eduardo. **O efeito da divulgação das demonstrações financeiras no mercado de capitais brasileiro: um estudo sobre a variação no preço das ações**. Porto Alegre: UFRGS, 1996. Dissertação (Mestrado em Administração) Faculdade de Ciências Econômicas – Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

SILVA, César Augusto Tiburcio; PEREIRA, Vinícius Alves dos Santos. Fatos relevantes e sua influência no preço das ações no Brasil. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, V., 2008, São Paulo (SP). **Anais...** São Paulo:EAC/FEA/USP. 2008.

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

SOARES, Rodrigo Oliveira; ROSTAGNO, Luciano Martin; SOARES, Karina Talamini Costa. Estudo de Eventos: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. In: ASSOCIAÇÃO DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, XXVI, 2002, Salvador (BA). **Anais...** Salvador, 2002.

SODERSTROM, Naomi S.; SUN, Kevin J. IFRS Adoption and accounting quality: a review. **European Accounting Review**.v.16, n. 4, p. 675-702. 2007.

SOUZA, Maíra Melo; BORBA, José Alonso; DUTRA, Marcelo Haendchen. Uma Verificação das Informações sobre o impairment test nas demonstrações financeiras padronizadas (CVM) e no relatório 20-F (SEC) das empresas brasileiras que negociam ADR's na bolsa de valores. In: CONGRESSO UFSC DE CONTROLADORIA E FINANÇAS, II., 2008, Florianópolis (SC). **Anais...** Florianópolis: Editora da UFSC, 2008.

STERGIOS, Athianos; ATHANASIOS, Vazakidis; NIKOLAOS, Dritsakis. Financial statement effects of adopting international accounting standards: the case of Greece. **Working paper**, University of Macedonia, 2007. Disponível em: <http://web.xrh.unipi.gr/hfaa/files/A21.pdf>>. Acessado em 25/02/2010.

STREET, Donna L; BRYANT, Stephanie M. Disclosure level and compliance with IASs: A comparison of companies with and without U.S. listings and filings. **International Journal of Accounting**, v.35, p. 305-329, 2000.

SUN, Kevin. Financial reporting quality, capital allocation efficiency, and financing structure: an international study, **Working Paper**. 2006. Disponível em: <<http://www.accountancy.smu.edu.sg/Research/seminar/pdf/kevinsun.pdf>> Acessado em: 25/06/2009.

TAKAMATSU, Renata Turola; LAMOUNIER, Wagner Moura, COLAUTO, Romualdo Douglas. Impactos da divulgação de prejuízos nos retornos de ações de companhias participantes do Ibovespa. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 4, n. 1, p. 46-63, jan./mar. 2008.

TARCA, Ann. International Convergence of Accounting Practices: Choosing between IAS and US GAAP. **Journal of International Financial Management & Accounting**, v.15, n.1, p. 60-91, 2004.

TAVARES, Márcia Ferreira Neves; RIBEIRO FILHO, José Francisco; LOPES, Jorge Expedito de Gusmão; VASCONCELOS, Marco Tullio de Castro. Um estudo sobre o nível de conformidade dos setores classificados pela Bovespa com o CPC 01 – redução ao valor recuperável de ativos. In: ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE, IV., 2010, Blumenau (SC). **Anais...** Blumenau: ANPCONT, 2010.

TAVEIRA, João H. Pereira da Silva. **Conformidade do *disclosure* das subvenções governamentais nas empresas de capital aberto**. 2009. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdades IBMEC.

TENDELOO, Brenda Van; VANSTRAELEN, Ann. Earnings management under German GAAP versus IFRS. **European Accounting Review**, v.14, n. 1, p. 155-180, 2005.

TEIXEIRA, Aridélmo José Campanharo; LOPES, Alexsandro Broedel; COSTA, Fábio Moraes da. The value-relevance of revaluation reserves in brazil: an empirical investigation. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, IV., 2004, São Paulo (SP). **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2004.

TEIXEIRA, N. **Mercado de capitais brasileiro à luz de seus avanços e desafios**. In: BACHA, E.; OLIVEIRA, L.C. de (org). Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros. São Paulo: Contra Capa Livraria - ANBID, 2005.

VERRECCHIA, Robert E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**. v. 32, p. 97-180, 2001.

VIEIRA, Kelmara Mendes; PROCIANOY, Jairo. Laser. Reação do mercado a *stock split* e *stock dividends*: um estudo de evento e um teste para a hipótese de liquidez. In: ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, XXII, 1998, Foz do Iguaçu (PR). **Anais...**Foz do Iguaçu, 1998.

_____; PROCIANOY, Jairo. Laser. Reação dos investidores a bonificações: um estudo em países da América Latina. In: ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, XXV, 2001, Campinas (SP). **Anais...**Campinas, 2001.

WATTS, Ross L.; ZIMMERMAN, Jerold L. **Positive accounting theory**. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1986.

WEIBENBERGER, Barbara E.; STAHL, Anne B.; VORSTIUS, Sven. Changing from German Gaap to IFRS or US GAAP: a survey of German companies. **Accounting in Europe**, v.1. n.1, p.169-189, 2004.

WILCOXON, Frank. Individual comparisons by ranking methods. **Biometrics**, v.1, p.80-83, 1945.

WILLIAMS, S. Mitchell. An international investigation of associations between societal variables and the amount of disclosure on information technology and communication problems: the case of Y2k. **International Journal of Accounting**, v. 39, p.71-92, 2004.

WURGLER, Jeffrey. Financial markets and the allocation of capital. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p.187-214, 2000.

YANG, D.C.; LEE, C.M. An empirical analysis of Pan-Pacific accounting practices in the 1970s. **Advances in International Accounting**, v.6, p. 133-145, 1994.

ZEFF, Stephen A. Some obstacles to global financial reporting comparability and convergence at a high level of quality. **The British Accounting Review**, v. 39, n. 4, p.290-302, 2007.

APÊNDICES

APÊNDICE 1: AMOSTRA TOTAL DA PESQUISA

APÊNDICE 2: COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA “ADR”

APÊNDICE 3: ESTATÍSTICA DOS RETORNOS ANORMAIS MÉDIOS PADRONIZADOS (ASAR) DA AMOSTRA TOTAL

APÊNDICE 4: ESTATÍSTICA DOS RETORNOS ANORMAIS MÉDIOS PADRONIZADOS (ASAR) DA AMOSTRA ADR

APÊNDICE 5: ESTATÍSTICA DOS RETORNOS ANORMAIS MÉDIOS PADRONIZADOS (ASAR) DA AMOSTRA DE EMPRESAS MAIOR ESCORE BCGI

APÊNDICE 6: ESTATÍSTICA DOS RETORNOS ANORMAIS DIÁRIOS MÉDIOS PADRONIZADOS (ASAR) DA AMOSTRA TOTAL – PERÍODO BR_GAAP/IFRS

APÊNDICE 7: ESTATÍSTICA DOS RETORNOS ANORMAIS DIÁRIOS MÉDIOS PADRONIZADOS (ASAR) DA AMOSTRA ADR – PERÍODO BR_GAAP/IFRS

APÊNDICE 8: ESTATÍSTICA DOS RETORNOS ANORMAIS DIÁRIOS MÉDIOS PADRONIZADOS (ASAR) DA AMOSTRA MAIOR ESCORE BCGI – PERÍODO BR_GAAP/IFRS

APÊNDICE 9: RETORNOS ANORMAIS DIÁRIOS MÉDIOS PADRONIZADOS E CUMULATIVOS (CASAR) DA AMOSTRA TOTAL

APÊNDICE 10: RETORNOS ANORMAIS DIÁRIOS MÉDIOS PADRONIZADOS E CUMULATIVOS (CASAR) DA AMOSTRA ADR

APÊNDICE 11: RETORNOS ANORMAIS DIÁRIOS MÉDIOS PADRONIZADOS E CUMULATIVOS (CASAR) DA AMOSTRA MAIOR ESCORE BCGI

APÊNDICE 1: EMPRESAS DA AMOSTRA TOTAL DA PESQUISA

Num	Ativo	Código	Observações-Ano															TOTAL
			1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
1	All Amer Lat UNT N2	ALLL11	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	4	1	4	11
2	Alpargatas PN	ALPA4	3	3	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	7
3	Am Inox BR PN	ACES4	0	0	0	0	0	0	0	0	4	4	3	4	4	0	0	19
4	Ambev PN	AMBV4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	1	4	57
5	Aracruz PNB	ARCZ6	4	4	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	1	2	54
6	Arcelor BR ON	ARCE3	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4	1	0	0	7
7	Arcelor BR PN	ARCE4	2	2	3	3	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	11
8	B2W Varejo ON	BTOW3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	4	5
9	Bandeirante Energ PN	EBEN4	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
10	Bombril PN	BOBR4	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
11	Bradespar PN	BRAP4	0	0	0	0	0	0	2	4	4	4	4	4	4	1	4	31
12	Brasil T Par ON	BRTP3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
13	Brasil T Par PN	BRTP4	0	0	0	0	0	3	4	4	4	4	4	4	4	1	1	33
14	Brasil Telec PN	BRTO4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	1	4	57
15	Braskem PNA	BRKM5	4	4	4	2	4	4	4	4	4	4	4	4	4	1	4	55
16	Brasmotor PN	BMTO4	4	4	4	4	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	19
17	BRF Foods ON	BRFS3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	4	1	4	12
18	Bunge Alimentos PN	CEVA4	4	4	3	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	14
19	Caemi PN	CMET4	3	1	0	0	0	0	0	0	0	0	4	0	0	0	0	8
20	CCR Rodovias ON	CCRO3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	4	1	4	12
21	Celesc PNB	CLSC6	0	0	0	4	4	4	4	4	4	4	3	4	4	1	4	44
22	Cemig PN	CMIG4	4	4	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	1	4	56
23	Cesp PNA	CESP5	4	4	4	4	3	4	4	4	4	4	4	2	0	0	0	45
24	Cesp PNB	CESP6	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4	1	4	9

continua na página seguinte...

...continuação da página anterior

Num	Ativo	Código	Observações-Ano															TOTAL
			1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
25	Cim Itau PN	ICPI4	3	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	6
26	Cofap PN	FAPC4	4	4	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	11
27	Comgas PNA	CGAS5	0	0	0	0	0	0	2	4	4	4	4	4	4	1	4	31
28	Contax PN	CTAX4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1
29	Copel PNB	CPLE6	0	0	0	0	2	4	4	4	4	4	4	4	4	1	4	39
30	Copesul ON	CPSL3	2	4	4	4	4	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	20
31	Cosan ON	CSAN3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2
32	CPFL Energia ON	CPFE3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	1	4	8
33	Crt Celular PNA	CRT5	0	0	0	0	0	2	3	4	4	4	4	0	0	0	0	21
34	Crt Ciargtelec PNA	CRGT5	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
35	Cyrela Realty ON	CYRE3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4	1	4	9
36	Duralex-Old PN	DURA4	4	4	4	4	4	2	0	0	0	0	0	0	2	1	2	27
37	Electrolux PN	REPA4	4	4	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	11
38	Eletróbrás ON	ELET3	0	1	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4	8
39	Eletróbrás PNB	ELET6	4	3	2	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	1	0	49
40	Eletropar ON	LIPR3	0	0	2	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	6
41	Eletropaulo (Old) PNB	ELPL11-old	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
42	Eletropaulo PNA	ELPL5	0	0	0	0	4	4	4	4	4	4	4	3	0	0	0	31
43	Eletropaulo PNB	ELPL6	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	1	4	8
44	Emae PN	EMAE4	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
45	Embraer ON	EMBR3	0	0	0	0	0	3	2	0	0	0	0	3	4	1	4	17
46	Embraer PN	EMBR4	0	0	0	0	0	1	2	4	4	4	4	1	0	0	0	20
47	Embratel Part PN	EBTP4	0	0	0	0	0	3	4	4	4	4	4	4	0	0	0	27
48	Epte PN	EPTE4	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2

continua na página seguinte...

...continuação da página anterior

Num	Ativo	Código	Observações-Ano															TOTAL
			1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
49	Ericsson PN	ERIC4	3	4	4	4	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	16
50	Estrela PN	ESTR4	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3
51	Fibria ON	VCPA4+FIBR3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2
52	Fibria PN	VCPA4	3	3	4	2	4	4	4	4	4	4	4	4	4	1	2	51
53	Gafisa ON	GFSA3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	1	4	7
54	Gerdau Met PN	GOAU4	0	0	0	0	0	2	1	0	0	0	3	4	4	1	4	19
55	Gerdau PN	GGBR4	0	0	0	0	0	0	3	4	4	4	4	4	4	1	4	32
56	Gol PN	GOLL4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4	1	4	9
57	Inepar PN	INEP4	0	0	2	3	3	2	2	1	0	0	0	0	0	0	0	13
58	Ipiranga Pet PN	PTIP4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	3	2	0	0	49
59	Itausa PN	ITSA4	4	4	4	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	1	4	56
60	JBS ON	JBSS3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	4	5
61	Klabin S/A PN	KLBN4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	1	4	57
62	Light S/A ON	LIGT3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	1	4	57
63	Lojas Americ PN	LAME4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	1	4	7
64	Lojas Renner ON	LREN3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	1	4	8
65	Metal Leve PN	LEVE4	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
66	MMX Miner ON	MMXM3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2
67	Natura ON	NATU3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	4	1	4	11
68	Net PN	NETC4	0	0	0	0	0	3	4	4	4	4	3	4	4	1	4	35
69	P.Acucar-Cbd PNA	PCAR5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	4	1	4	11
70	Paranapanema PN	PMAM4	4	4	4	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	14
71	Paul F Luz ON	PALF3	3	4	4	4	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	18
72	Petrobras Distrib PN	BRDT4	4	4	4	4	4	4	4	2	0	0	0	0	0	0	0	30

continua na página seguinte...

...continuação da página anterior.

Num	Ativo	Código	Observações-Ano															TOTAL
			1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
73	Petrobras PN	PETR4	2	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	1	4	55
74	Rossi Resid ON	RSID3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	4	5
75	S Gobain Canal PN	BARB4	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
76	Sabesp ON	SBSP3	0	0	0	0	0	3	4	4	4	4	4	4	4	1	4	36
77	Sadia S/A PN	SDIA4	4	4	4	2	0	0	0	0	0	0	2	4	4	1	2	27
78	Sharp PN	SHAP4	4	4	4	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	16
79	Sid Nacional ON	CSNA3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	1	4	57
80	Sid Riogran PN	RIO4	2	4	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	7
81	Sid Tubarão PN	CSTB4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	2	0	0	0	0	42
82	Souza Cruz ON	CRUZ3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	1	4	57
83	Suzano Papel PNA	SUZB5	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
84	Tam S/A PN	TAMM4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	4	1	4	11
85	Tele Centroeste Cel PN	TCOC4	0	0	0	0	0	3	4	4	4	4	4	0	0	0	0	23
86	Tele Leste Celular PN	TLCP4	0	0	0	0	0	2	4	4	4	4	4	0	0	0	0	22
87	Tele Nordeste Celul PN	TNEP4	0	0	0	0	0	3	4	4	4	2	0	0	0	0	0	17
88	Tele Sudeste Celula PN	TSEP4	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
89	Telebrás (Old) PN	TELB4-old	4	4	4	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	13
90	Telefônica Data Hld PN	TDBH4	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0	2
91	Telemar N L PNA	TMAR5	0	0	0	0	0	0	0	3	4	4	4	4	4	1	4	28
92	Telemar N L PNB	TMAR6	0	0	2	3	2	4	2	0	0	0	0	0	0	0	0	13
93	Telemar PN	TNLP4	0	0	0	0	0	3	4	4	4	4	4	4	4	1	4	36
94	Telemig Part PN	TMCP4	0	0	0	0	0	2	4	4	4	4	4	3	4	0	0	29
95	Telerj Cel PNB	TRJC6	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
96	Telesp Cel PNB	TSPC6	0	0	0	0	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3

continua na página seguinte...

...continuação da página anterior.

Num	Ativo	Código	Observações-Ano															TOTAL
			1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
97	Telesp PN	TLPP4	0	0	0	2	4	4	4	4	4	4	4	4	4	1	4	43
98	Tim Part S/A PN	TCSL4	0	0	0	0	0	3	4	4	4	2	4	4	4	1	4	34
99	Tim Sul PNB	TPRC6	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
100	Tractebel ON	TBLE3	0	0	0	0	4	4	4	4	4	4	2	0	0	0	0	26
101	Tran Paulist PN	TRPL4	0	0	0	0	0	4	4	4	4	4	4	4	4	1	4	37
102	Ultrapar PN	UGPA4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	4	5
103	Unipar PNB	UNIP6	4	4	4	4	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	17
104	Usiminas PNA	USIM5	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	1	4	57
105	Vale PNA	VALE5	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	1	4	57
106	Vivo PN	VIVO4	0	0	0	0	0	3	4	4	4	4	4	3	4	1	4	35
107	White Martins ON	WHMT3	4	4	4	4	4	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	21
TOTAL			146	145	139	129	131	152	163	168	168	164	166	165	190	51	200	2.277

APÊNDICE 2: COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA “ADR”

	Empresa	Nível	Data Inicial	Data Final
1	Ambev	II	04-06-1997	
2	Aracruz	III	26-05-1992	
3	Bco Itau S.A	II	21-02-2002	
4	Bco Bradesco S.A	II	21-11-2001	
5	Brasil T Par	II	16-11-1998	
6	Brasil Telec	II	16-11-1998	
7	Braskem	II	22-12-1998	
8	Cemig	II	18-09-2001	
9	Copel	III	30-07-1997	
10	CPFL Energia	III	29-09-2004	
11	Embraer	III	21-07-2000	02-06-2006
12	Embratel Part	II	16-11-1998	20-04-2007
13	Gafisa	III	16-03-2007	
14	Gerdau	II	10-03-1999	
15	Gol	III	24-06-2004	
16	Net	III	01-11-1996	
17	P.Acucar-CBD	III	02-06-1997	
18	Perdigao	II	22-11-2000	
19	Petrobras	III	10-08-2000	
20	Sabesp	III	10-05-2002	
21	Sadia S/A	II	11-04-2001	
22	Sid Nacional	II	14-11-1997	
23	TAM S/A	III	10-03-2006	
24	Tele Centroeste Cel	II	17-11-1998	30-03-2006
25	Tele Leste Celular	II	17-11-1998	30-03-2006
26	Tele Nordeste Celul	II	17-11-1998	30-08-2004
27	Tele Nort Cl	II	17-11-1998	15-08-2008
28	Tele Sudeste Celula	II	17-11-1998	30-03-2006
29	Telebras	II	09-11-1995	29-07-1998
30	Telemar N L	II	17-11-1998	
31	Telemig Cl Part	II	17-11-1998	
32	Telesp Cel	II	17-11-1998	
33	Telesp Part	II	17-11-1998	
34	Tim Part S/A	II	17-11-1998	
35	Ultrapar	III	07-10-1999	
36	Unibanco Hld	III	04-06-1997	30-03-2009
37	V C P	III	14-04-2000	
38	Vale R Doce	II	21-06-2000	
39	BRF Foods	II	12-04-2006	
40	Vivo	II	17-11-1998	

APÊNDICE 3: ESTATÍSTICA DOS RETORNOS ANORMAIS MÉDIOS PADRONIZADOS (ASAR) DA AMOSTRA TOTAL

Amostra	Dia	PERÍODO TOTAL				PERÍODO BR_GAAP				PERÍODO BR_GAAP/IFRS			
		ASAR	Estatística Z		Obs	ASAR	Estatística Z		Obs	ASAR	Estatística Z		Obs
			Valor	Prob.			Valor	Prob.			Valor	Prob.	
TOTAL	-5	-0,0415	-2,43	0,01 *	2.269	-0,0463	-2,43	0,02 *	2.018	-0,0030	-0,42	0,68	251
	-4	0,0174	0,08	0,94	2.271	0,0151	-0,01	0,99	2.020	0,0355	0,28	0,78	251
	-3	-0,0057	-1,05	0,29	2.259	-0,0114	-1,17	0,24	2.008	0,0395	0,13	0,90	251
	-2	0,0209	0,15	0,88	2.267	0,0187	0,08	0,94	2.016	0,0388	0,26	0,80	251
	-1	-0,0036	-0,42	0,67	2.270	-0,0071	-0,65	0,51	2.019	0,0243	0,61	0,54	251
	0	-0,0464	-1,75	0,08	2.277	-0,0443	-1,53	0,13	2.026	-0,0633	-0,87	0,39	251
	1	-0,0383	-2,37	0,02 *	2.268	-0,0322	-1,93	0,05	2.017	-0,0878	-1,65	0,10	251
	2	-0,0323	-1,98	0,05 *	2.269	-0,0223	-1,41	0,16	2.018	-0,1128	-1,91	0,06	251
	3	-0,0218	-1,43	0,15	2.273	-0,0203	-1,22	0,22	2.022	-0,0344	-0,85	0,39	251
	4	-0,0194	-1,60	0,11	2.264	-0,0373	-2,53	0,01 *	2.013	0,1242	2,38	0,02 *	251
	5	-0,0167	-1,68	0,09	2.268	-0,0229	-1,89	0,06	2.017	0,0329	0,38	0,71	251
BOAS NOTÍCIAS	-5	-0,0210	-0,93	0,35	1.221	-0,0140	-0,62	0,53	1.113	-0,0923	-1,05	0,29	108
	-4	0,0381	0,28	0,78	1.222	0,0365	0,16	0,87	1.114	0,0552	0,44	0,66	108
	-3	-0,0109	-0,92	0,36	1.216	-0,0170	-1,11	0,27	1.108	0,0511	0,41	0,68	108
	-2	0,0473	1,28	0,20	1.218	0,0570	1,53	0,13	1.110	-0,0520	-0,59	0,56	108
	-1	0,0350	1,02	0,31	1.222	0,0298	0,74	0,46	1.114	0,0888	0,97	0,33	108
	0	0,0940	2,80	0,01 **	1.224	0,0932	2,66	0,01 **	1.116	0,1030	0,80	0,42	108
	1	-0,0192	-1,05	0,30	1.220	-0,0016	-0,46	0,64	1.112	-0,2002	-1,99	0,05 *	108
	2	-0,0247	-1,07	0,29	1.222	-0,0084	-0,50	0,61	1.114	-0,1926	-1,92	0,05	108
	3	-0,0071	-0,64	0,52	1.223	-0,0067	-0,56	0,57	1.115	-0,0115	-0,38	0,71	108
	4	-0,0784	-3,36	0,00 **	1.219	-0,0967	-3,88	0,00 **	1.111	0,1093	1,26	0,21	108
	5	-0,0356	-2,16	0,03 *	1.219	-0,0380	-2,03	0,04 *	1.111	-0,0109	-0,78	0,43	108
MÁS NOTÍCIAS	-5	-0,0655	-2,53	0,01 *	1.048	-0,0860	-2,86	0,00 **	905	0,0644	0,50	0,62	143
	-4	-0,0068	-0,19	0,85	1.049	-0,0111	-0,18	0,86	906	0,0206	-0,01	0,99	143
	-3	0,0003	-0,56	0,58	1.043	-0,0045	-0,53	0,60	900	0,0307	-0,20	0,84	143
	-2	-0,0098	-1,15	0,25	1.049	-0,0283	-1,53	0,13	906	0,1074	0,80	0,42	143
	-1	-0,0486	-1,73	0,08	1.048	-0,0525	-1,79	0,07	905	-0,0244	-0,10	0,92	143
	0	-0,2097	-5,67	0,00 **	1.053	-0,2130	-5,33	0,00 **	910	-0,1890	-1,88	0,06	143
	1	-0,0607	-2,39	0,02 *	1.048	-0,0698	-2,41	0,02 *	905	-0,0029	-0,45	0,65	143
	2	-0,0411	-1,79	0,07	1.047	-0,0393	-1,59	0,11	904	-0,0525	-0,86	0,39	143
	3	-0,0390	-1,41	0,16	1.050	-0,0370	-1,17	0,24	907	-0,0517	-0,82	0,41	143
	4	0,0494	1,22	0,22	1.045	0,0358	0,50	0,62	902	0,1355	2,00	0,05 *	143
	5	0,0053	-0,14	0,89	1.049	-0,0043	-0,57	0,57	906	0,0660	1,21	0,23	143

Esta tabela apresenta os testes de significância estatística para os retornos anormais médios padronizados diários (ASAR) para o período de 11 dias em torno da data da divulgação das demonstrações financeiras trimestrais (dia do evento) das empresas brasileiras de capital aberto com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e que apresentaram indicador de liquidez superior a 1%. O período da pesquisa é de 1995 a 2009, sendo que a amostra total é composta por 5.972 observações de empresas-trimestre, dependendo da disponibilidade de informações em cada dia em torno do dia do evento. O estudo de evento foi segregado em 3 períodos distintos: i) “Período Total”, que compreende 57 trimestres (1995:1 a 2009:1); ii) “Pré-IFRS”, que compreende 52 trimestres (1995:1 a 2007:4); e, iii) “Período Pós-IFRS”, que compreende 5 trimestres (2008:1 a 2009:1). Adicionalmente, a amostra também foi segregada em 3 dimensões: i) Total – inclui todos os eventos, independente de representarem “boas” ou “más” notícias; ii) Boas Notícias: compreende as observações das empresas-trimestre cuja variação no resultado contábil (lucro ou prejuízo) em BRGAAP no trimestre “t” em relação ao mesmo trimestre “t” do ano anterior é positiva; caso contrário, é “má notícia”(iii). O ASAR é mensurado conforme Patell (1976) e Brown e Warner (1985). A Estatística t para o ASAR foi calculada de acordo com Brown e Warner (1985). *, ** indicam nível de significância (bicaudal) ao nível de 5% e de 1%, respectivamente.

APÊNDICE 4: ESTATÍSTICA DOS RETORNOS ANORMAIS MÉDIOS PADRONIZADOS (ASAR) DA AMOSTRA ADR

Amostra	Dia	PERÍODO TOTAL				PERÍODO BR_GAAP				PERÍODO BR_GAAP/IFRS			
		ASAR	Estatística Z		Obs	ASAR	Estatística Z		Obs	ASAR	Estatística Z		Obs
			Valor	Prob.			Valor	Prob.			Valor	Prob.	
TOTAL	-5	-0,0494	-1,73	0,08	879	-0,0627	-1,83	0,07	760	0,0349	-0,03	0,97	119
	-4	0,0365	0,82	0,41	880	0,0454	1,02	0,31	761	-0,0206	-0,33	0,74	119
	-3	0,0168	0,22	0,83	877	0,0180	0,33	0,74	758	0,0088	-0,28	0,78	119
	-2	0,0393	0,94	0,35	880	0,0322	0,74	0,46	761	0,0850	0,76	0,45	119
	-1	0,0253	0,83	0,41	880	0,0227	0,61	0,54	761	0,0420	0,76	0,45	119
	0	-0,0686	-1,24	0,21	880	-0,0656	-1,10	0,27	761	-0,0882	-0,61	0,54	119
	1	-0,0631	-2,20	0,03 *	880	-0,0545	-1,69	0,09	761	-0,1181	-1,65	0,10	119
	2	-0,0152	-0,72	0,47	880	-0,0040	-0,33	0,74	761	-0,0864	-1,17	0,24	119
	3	-0,0080	-0,40	0,69	879	0,0056	0,09	0,92	760	-0,0950	-1,31	0,19	119
	4	0,0083	-0,45	0,66	878	-0,0129	-1,15	0,25	759	0,1434	1,77	0,08	119
	5	-0,0755	-2,96	0,00 **	879	-0,0767	-2,71	0,01 **	760	-0,0680	-1,21	0,22	119
BOAS NOTÍCIAS	-5	0,0094	0,06	0,95	484	0,0030	0,02	0,98	428	0,0587	0,11	0,92	56
	-4	0,0467	0,68	0,50	484	0,0424	0,53	0,59	428	0,0796	0,56	0,57	56
	-3	0,0183	0,13	0,90	483	0,0164	0,13	0,90	427	0,0323	-0,06	0,95	56
	-2	0,1064	2,33	0,02 *	484	0,1203	2,57	0,01 *	428	-0,0005	-0,16	0,87	56
	-1	0,0670	1,47	0,14	484	0,0654	1,38	0,17	428	0,0790	0,53	0,60	56
	0	0,1267	2,52	0,01 *	484	0,1139	2,17	0,03 *	428	0,2244	1,24	0,22	56
	1	-0,0471	-1,28	0,20	484	-0,0177	-0,60	0,55	428	-0,2724	-2,01	0,04 *	56
	2	-0,0635	-1,30	0,19	484	-0,0498	-0,96	0,34	428	-0,1676	-1,20	0,23	56
	3	-0,0127	-0,39	0,69	484	-0,0059	-0,16	0,87	428	-0,0646	-0,74	0,46	56
	4	-0,0486	-1,62	0,11	483	-0,0720	-2,10	0,04 *	427	0,1292	1,09	0,27	56
	5	-0,0754	-2,44	0,01 *	483	-0,0754	-2,17	0,03 *	427	-0,0758	-1,23	0,22	56
MÁS NOTÍCIAS	-5	-0,1216	-2,68	0,01 **	395	-0,1473	-2,81	0,00 **	332	0,0138	-0,17	0,86	63
	-4	0,0240	0,49	0,63	396	0,0493	0,98	0,33	333	-0,1096	-0,98	0,33	63
	-3	0,0149	0,18	0,85	394	0,0200	0,35	0,73	331	-0,0120	-0,36	0,72	63
	-2	-0,0427	-1,14	0,26	396	-0,0812	-1,71	0,09	333	0,1610	1,24	0,22	63
	-1	-0,0257	-0,37	0,71	396	-0,0323	-0,60	0,55	333	0,0092	0,65	0,52	63
	0	-0,3073	-4,66	0,00 **	396	-0,2962	-4,12	0,00 **	333	-0,3662	-2,19	0,03 *	63
	1	-0,0826	-1,85	0,06	396	-0,1019	-1,84	0,07	333	0,0192	-0,29	0,77	63
	2	0,0439	0,37	0,71	396	0,0548	0,59	0,56	333	-0,0142	-0,47	0,64	63
	3	-0,0023	-0,16	0,87	395	0,0204	0,33	0,74	332	-0,1221	-1,14	0,26	63
	4	0,0779	1,08	0,28	395	0,0631	0,60	0,55	332	0,1559	1,40	0,16	63
	5	-0,0757	-1,74	0,08	396	-0,0785	-1,66	0,10	333	-0,0610	-0,55	0,58	63

Esta tabela apresenta os testes de significância estatística para os retornos anormais médios padronizados diários (ASAR) para o período de 11 dias em torno da data da divulgação das demonstrações financeiras trimestrais (dia do evento) das empresas brasileiras de capital aberto com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e que apresentaram indicador de liquidez superior a 1%. O período da pesquisa é de 1995 a 2009. A amostra “ADR” compreende as empresas que participam dos programas de ADR (American Depositary Receipt) níveis II e III. O estudo de evento foi segregado em 3 períodos distintos: i) “Período Total”, que compreende 57 trimestres (1995:1 a 2009:1); ii) “Pré-IFRS”, que compreende 52 trimestres (1995:1 a 2007:4); e, iii) “Período Pós-IFRS”, que compreende 5 trimestres (2008:1 a 2009:1). Adicionalmente, a amostra também foi segregada em 3 dimensões: i) Total – inclui todos os eventos, independente de representarem “boas” ou “más” notícias; ii) Boas Notícias: compreende as observações das empresas-trimestre cuja variação no resultado contábil (lucro ou prejuízo) em BRGAAP no trimestre “t” em relação ao mesmo trimestre “t” do ano anterior é positiva; caso contrário, é “má notícia”(iii). O ASAR é mensurado conforme Patell (1976) e Brown e Warner (1985). A Estatística t para o ASAR foi calculada de acordo com Brown e Warner (1985). *, ** indicam nível de significância (bicaudal) ao nível de 5% e de 1%, respectivamente.

APÊNDICE 5: ESTATÍSTICA DOS RETORNOS ANORMAIS MÉDIOS PADRONIZADOS (ASAR) DA AMOSTRA DE EMPRESAS MAIOR ESCORE BCGI

Amostra	Dia	PERÍODO TOTAL				PERÍODO BR_GAAP				PERÍODO BR_GAAP/IFRS			
		ASAR	Estatística Z		Obs	ASAR	Estatística Z		Obs	ASAR	Estatística Z		Obs
			Valor	Prob.			Valor	Prob.			Valor	Prob.	
TOTAL	-5	-0,0148	-0,58	0,56	506	-0,0258	-0,61	0,54	415	0,0352	-0,07	0,95	91
	-4	0,0973	2,20	0,03 *	505	0,1110	2,35	0,02 *	414	0,0349	0,17	0,87	91
	-3	0,0955	1,92	0,06	506	0,0805	1,64	0,10	415	0,1640	1,15	0,25	91
	-2	0,0242	-0,03	0,97	506	-0,0011	-0,51	0,61	415	0,1396	1,08	0,28	91
	-1	-0,0283	-0,78	0,44	506	-0,0608	-1,39	0,17	415	0,1200	1,14	0,25	91
	0	-0,0742	-1,02	0,31	506	-0,0800	-0,95	0,34	415	-0,0477	-0,40	0,69	91
	1	-0,0662	-1,87	0,06	506	-0,0620	-1,46	0,14	415	-0,0853	-1,30	0,19	91
	2	0,0091	-0,32	0,75	505	0,0164	-0,12	0,91	414	-0,0243	-0,49	0,62	91
	3	0,0133	0,50	0,62	506	0,0166	0,58	0,56	415	-0,0017	-0,06	0,96	91
	4	-0,0240	-0,45	0,65	504	-0,0855	-1,73	0,08	413	0,2550	2,67	0,01 **	91
	5	0,0004	-0,56	0,58	505	-0,0138	-0,85	0,39	414	0,0650	0,72	0,47	91
BOAS NOTÍCIAS	-5	0,0478	0,56	0,58	245	0,0363	0,48	0,63	206	0,1085	0,38	0,71	39
	-4	0,1379	2,16	0,03 *	244	0,1467	2,03	0,04 *	205	0,0912	0,78	0,43	39
	-3	0,0953	1,62	0,11	245	0,0949	1,66	0,10	206	0,0975	0,35	0,73	39
	-2	0,0536	0,50	0,62	245	0,0576	0,57	0,57	206	0,0324	-0,06	0,96	39
	-1	0,0390	0,41	0,68	245	-0,0078	-0,38	0,70	206	0,2863	1,52	0,13	39
	0	0,1579	1,97	0,05 *	245	0,2061	2,44	0,01 *	206	-0,0968	-0,43	0,67	39
	1	-0,0172	-0,77	0,44	245	0,0411	0,13	0,89	206	-0,3250	-2,33	0,02 *	39
	2	0,0136	-0,29	0,78	245	0,0271	-0,13	0,90	206	-0,0579	-0,40	0,69	39
	3	0,0009	0,41	0,68	245	-0,0262	0,06	0,95	206	0,1439	1,09	0,28	39
	4	-0,0573	-1,00	0,32	243	-0,1162	-1,74	0,08	204	0,2508	1,48	0,14	39
	5	-0,0217	-0,82	0,41	245	-0,0251	-0,74	0,46	206	-0,0039	-0,36	0,72	39
MÁS NOTÍCIAS	-5	-0,0737	-1,32	0,19	261	-0,0871	-1,27	0,21	209	-0,0197	-0,34	0,74	52
	-4	0,0593	1,00	0,32	261	0,0759	1,32	0,19	209	-0,0072	-0,44	0,66	52
	-3	0,0956	1,06	0,29	261	0,0662	0,63	0,53	209	0,2139	1,20	0,23	52
	-2	-0,0034	-0,53	0,60	261	-0,0590	-1,26	0,21	209	0,2200	1,48	0,14	52
	-1	-0,0914	-1,46	0,15	261	-0,1130	-1,57	0,12	209	-0,0048	0,00	1,00	52
	0	-0,2921	-3,30	0,00 **	261	-0,3620	-3,64	0,00 **	209	-0,0110	-0,15	0,88	52
	1	-0,1123	-1,84	0,07	261	-0,1637	-2,16	0,03 *	209	0,0944	0,25	0,80	52
	2	0,0048	-0,19	0,85	260	0,0058	-0,07	0,94	208	0,0009	-0,40	0,69	52
	3	0,0251	0,25	0,80	261	0,0589	0,72	0,47	209	-0,1108	-0,83	0,41	52
	4	0,0069	0,29	0,77	261	-0,0556	-0,76	0,45	209	0,2582	2,20	0,03 *	52
	5	0,0213	0,03	0,98	260	-0,0026	-0,47	0,64	208	0,1167	1,31	0,19	52

Esta tabela apresenta os testes de significância estatística para os retornos anormais médios padronizados diários (ASAR) para o período de 11 dias em torno da data da divulgação das demonstrações financeiras trimestrais (dia do evento) das empresas brasileiras de capital aberto com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e que apresentaram indicador de liquidez superior a 1%. O período da pesquisa é de 1995 a 2009. O BCGI (Brazilian Corporate Governance index), é um índice que mensura os atributos das empresas em relação ao seu comprometimento com as práticas de governança corporativa. O índice foi construído por Lopes e Walker (2008) e baseia-se em quatro dimensões: disclosure, composição e funcionamento do conselho de administração, estrutura de propriedade e controle, e, direitos dos acionistas; sendo que a nota da empresa pode variar de 0 a 1. A amostra “Maior Escore BCGI” compreende as empresas que apresentam as notas mais altas do BCGI, correspondendo ao 4º quartil (25% maiores) da amostra total. O estudo de eventos foi segregado em 3 períodos distintos: i) “Período Total”, que compreende 57 trimestres (1995:1 a 2009:1); ii) “Pré-IFRS”, que compreende 52 trimestres (1995:1 a 2007:4); e, iii) “Período Pós-IFRS”, que compreende 5 trimestres (2008:1 a 2009:1). O ASAR é mensurado conforme Patell (1976) e Brown e Warner (1985). A Estatística t para o ASAR foi calculada de acordo com Brown e Warner (1985). *, ** indicam nível de significância (bicaudal) ao nível de 5% e de 1%, respectivamente.

**APÊNDICE 6: ESTATÍSTICA DOS RETORNOS ANORMAIS DIÁRIOS MÉDIOS PADRONIZADOS
(ASAR) DA AMOSTRA TOTAL – PERÍODO BR_GAAP/IFRS**

Amostra	Dia	Modelo Ajustado ao Risco e Mercado			Modelo Ajustado a Média do Mercado			Modelo Ajustado a Média do Portfólio			Obs
		ASAR	Estatística Z		ASAR	Estatística Z		ASAR	Estatística Z		
			Valor	Prob.		Valor	Prob.		Valor	Prob.	
TOTAL	-5	-0,0030	-0,42	0,68	0,0022	-0,26	0,80	0,0402	0,17	0,87	251
	-4	0,0355	0,28	0,78	-0,0228	-0,75	0,46	0,0078	-0,37	0,71	251
	-3	0,0395	0,13	0,90	-0,0021	-0,43	0,67	0,0150	-0,23	0,82	251
	-2	0,0388	0,26	0,80	0,0186	0,15	0,88	0,0269	-0,02	0,99	251
	-1	0,0243	0,61	0,54	-0,0123	-0,05	0,96	0,0114	0,26	0,79	251
	0	-0,0633	-0,87	0,39	-0,0234	-0,55	0,59	-0,0172	-0,55	0,58	251
	1	-0,0878	-1,65	0,10	-0,1344	-2,38	0,02 *	-0,0874	-1,85	0,06	251
	2	-0,1128	-1,91	0,06	-0,1494	-2,64	0,01 **	-0,0950	-1,78	0,07	251
	3	-0,0344	-0,85	0,39	-0,0653	-1,55	0,12	-0,0010	-0,56	0,58	251
	4	0,1242	2,38	0,02 *	0,0948	1,47	0,14	0,1240	2,03	0,04 *	251
	5	0,0329	0,38	0,71	0,0121	-0,27	0,79	0,0416	0,08	0,94	251
BOAS NOTÍCIAS	-5	-0,0923	-1,05	0,29	-0,0717	-0,79	0,43	-0,0331	-0,57	0,57	108
	-4	0,0552	0,44	0,66	0,0172	0,09	0,93	0,0423	0,20	0,84	108
	-3	0,0511	0,41	0,68	-0,0043	-0,17	0,86	0,0647	0,46	0,64	108
	-2	-0,0520	-0,59	0,56	-0,0057	0,10	0,92	0,0308	0,17	0,86	108
	-1	0,0888	0,97	0,33	0,0919	0,88	0,38	0,1137	1,18	0,24	108
	0	0,1030	0,80	0,42	0,1482	1,05	0,29	0,1635	1,12	0,26	108
	1	-0,2002	-1,99	0,05 *	-0,1858	-1,97	0,05 *	-0,1255	-1,50	0,13	108
	2	-0,1926	-1,92	0,05	-0,1796	-1,86	0,06	-0,1329	-1,56	0,12	108
	3	-0,0115	-0,38	0,71	-0,0399	-0,63	0,53	0,0231	0,07	0,95	108
	4	0,1093	1,26	0,21	0,1227	1,30	0,19	0,1407	1,48	0,14	108
	5	-0,0109	-0,78	0,43	-0,0158	-0,73	0,46	0,0096	-0,43	0,67	108
MÁS NOTÍCIAS	-5	0,0644	0,50	0,62	0,0581	0,36	0,72	0,0955	0,74	0,46	143
	-4	0,0206	-0,01	0,99	-0,0531	-0,96	0,34	-0,0182	-0,57	0,57	143
	-3	0,0307	-0,20	0,84	-0,0004	-0,48	0,63	-0,0226	-0,77	0,44	143
	-2	0,1074	0,80	0,42	0,0369	0,15	0,88	0,0240	-0,11	0,91	143
	-1	-0,0244	-0,10	0,92	-0,0910	-0,95	0,34	-0,0659	-0,82	0,41	143
	0	-0,1890	-1,88	0,06	-0,1529	-1,67	0,09	-0,1537	-1,83	0,07	143
	1	-0,0029	-0,45	0,65	-0,0956	-1,41	0,16	-0,0586	-1,15	0,25	143
	2	-0,0525	-0,86	0,39	-0,1266	-1,87	0,06	-0,0663	-1,02	0,31	143
	3	-0,0517	-0,82	0,41	-0,0844	-1,44	0,15	-0,0193	-0,79	0,43	143
	4	0,1355	2,00	0,05 *	0,0737	0,83	0,40	0,1114	1,37	0,17	143
	5	0,0660	1,21	0,23	0,0331	0,27	0,78	0,0657	0,50	0,62	143

**APÊNDICE 7: ESTATÍSTICA DOS RETORNOS ANORMAIS DIÁRIOS MÉDIOS PADRONIZADOS
(ASAR) DA AMOSTRA ADR – PERÍODO BR_GAAP/IFRS**

Amostra	Dia	Modelo Ajustado ao Risco e Mercado			Modelo Ajustado a Média do Mercado			Modelo Ajustado a Média do Portfólio			Obs
		AAR	Estatística Z		AAR	Estatística Z		AAR	Estatística Z		
			Valor	Prob.		Valor	Prob.		Valor	Prob.	
TOTAL	-5	0,0349	-0,03	0,97	0,0324	-0,09	0,93	0,0738	0,32	0,75	119
	-4	-0,0206	-0,33	0,74	-0,0746	-0,89	0,37	-0,0649	-0,86	0,39	119
	-3	0,0088	-0,28	0,78	-0,0077	-0,59	0,55	0,0142	-0,48	0,63	119
	-2	0,0850	0,76	0,45	0,0505	0,59	0,56	0,0827	0,79	0,43	119
	-1	0,0420	0,76	0,45	-0,0212	0,09	0,93	0,0233	0,45	0,66	119
	0	-0,0882	-0,61	0,54	-0,0381	-0,31	0,76	-0,0447	-0,49	0,63	119
	1	-0,1181	-1,65	0,10	-0,1479	-1,97	0,05 *	-0,0862	-1,38	0,17	119
	2	-0,0864	-1,17	0,24	-0,1199	-1,60	0,11	-0,0404	-0,72	0,47	119
	3	-0,0950	-1,31	0,19	-0,1487	-1,89	0,06	-0,0704	-1,19	0,24	119
	4	0,1434	1,77	0,08	0,1165	1,19	0,23	0,1582	1,76	0,08	119
	5	-0,0680	-1,21	0,22	-0,0710	-1,24	0,22	-0,0649	-1,19	0,23	119
BOAS NOTÍCIAS	-5	0,0587	0,11	0,92	0,0425	-0,10	0,92	0,0966	0,22	0,83	56
	-4	0,0796	0,56	0,57	0,0219	0,11	0,91	0,0341	0,07	0,94	56
	-3	0,0323	-0,06	0,95	0,0166	-0,21	0,83	0,1166	0,34	0,73	56
	-2	-0,0005	-0,16	0,87	0,0009	-0,04	0,97	0,0589	0,26	0,79	56
	-1	0,0790	0,53	0,60	0,0666	0,40	0,69	0,0882	0,55	0,58	56
	0	0,2244	1,24	0,22	0,2771	1,66	0,10	0,2672	1,36	0,17	56
	1	-0,2724	-2,01	0,04 *	-0,2886	-2,25	0,02 *	-0,1971	-1,50	0,13	56
	2	-0,1676	-1,20	0,23	-0,1827	-1,27	0,20	-0,1266	-0,95	0,34	56
	3	-0,0646	-0,74	0,46	-0,1006	-0,91	0,37	-0,0232	-0,33	0,74	56
	4	0,1292	1,09	0,27	0,1287	1,10	0,27	0,1401	1,12	0,26	56
	5	-0,0758	-1,23	0,22	-0,0561	-0,94	0,35	-0,0364	-0,84	0,40	56
MÁS NOTÍCIAS	-5	0,0138	-0,17	0,86	0,0235	-0,05	0,96	0,0535	0,20	0,84	63
	-4	-0,1096	-0,98	0,33	-0,1603	-1,27	0,20	-0,1528	-1,22	0,22	63
	-3	-0,0120	-0,36	0,72	-0,0294	-0,65	0,52	-0,0768	-0,95	0,34	63
	-2	0,1610	1,24	0,22	0,0946	0,91	0,36	0,1040	0,90	0,37	63
	-1	0,0092	0,65	0,52	-0,0992	-0,25	0,81	-0,0344	0,06	0,95	63
	0	-0,3662	-2,19	0,03 *	-0,3183	-1,97	0,05 *	-0,3219	-2,06	0,04 *	63
	1	0,0192	-0,29	0,77	-0,0228	-0,55	0,58	0,0124	-0,47	0,64	63
	2	-0,0142	-0,47	0,64	-0,0642	-0,93	0,35	0,0362	-0,07	0,95	63
	3	-0,1221	-1,14	0,26	-0,1915	-1,66	0,10	-0,1124	-1,28	0,20	63
	4	0,1559	1,40	0,16	0,1056	0,62	0,53	0,1743	1,36	0,18	63
	5	-0,0610	-0,55	0,58	-0,0842	-0,79	0,43	-0,0902	-0,85	0,40	63

APÊNDICE 8: ESTATÍSTICA DOS RETORNOS ANORMAIS DIÁRIOS MÉDIOS PADRONIZADOS (ASAR) DA AMOSTRA MAIOR ESCORE BCGI – PERÍODO BR_GAAP/IFRS

(ASAR) DA AMOSTRA MAIOR ESCORE DCGI – PERÍODO DE 01/01/93 A 01/01/95											
Amostra	Dia	Modelo Ajustado ao Risco e Mercado			Modelo Ajustado a Média do Mercado			Modelo Ajustado a Média do Portfólio			Obs
		ASAR	Estatística Z		AAR	Estatística Z		AAR	Estatística Z		
			Valor	Prob.		Valor	Prob.		Valor	Prob.	
TOTAL	-5	0,0352	-0,07	0,95	0,0577	0,16	0,87	0,1052	0,52	0,60	91
	-4	0,0349	0,17	0,87	-0,0358	-0,57	0,57	0,0256	-0,05	0,96	91
	-3	0,1640	1,15	0,25	0,0873	0,57	0,57	0,0997	0,52	0,60	91
	-2	0,1396	1,08	0,28	0,0993	0,66	0,51	0,1147	0,64	0,52	91
	-1	0,1200	1,14	0,25	0,0962	0,92	0,36	0,1051	0,77	0,44	91
	0	-0,0477	-0,40	0,69	-0,0390	-0,34	0,73	-0,0550	-0,54	0,59	91
	1	-0,0853	-1,30	0,19	-0,0921	-1,20	0,23	-0,0666	-1,13	0,26	91
	2	-0,0243	-0,49	0,62	-0,0771	-1,10	0,27	-0,0139	-0,42	0,67	91
	3	-0,0017	-0,06	0,96	-0,0422	-0,68	0,50	0,0324	0,03	0,97	91
	4	0,2550	2,67	0,01 **	0,2197	2,02	0,04 *	0,2368	2,15	0,03 *	91
	5	0,0650	0,72	0,47	0,0770	0,59	0,56	0,0935	0,70	0,49	91
BOAS NOTÍCIAS	-5	0,1085	0,38	0,71	0,1138	0,47	0,64	0,1512	0,53	0,60	39
	-4	0,0912	0,78	0,43	0,0346	0,27	0,79	0,1147	0,85	0,39	39
	-3	0,0975	0,35	0,73	0,0005	-0,14	0,89	0,1102	0,43	0,67	39
	-2	0,0324	-0,06	0,96	0,0344	0,01	0,99	0,0841	0,18	0,86	39
	-1	0,2863	1,52	0,13	0,3313	1,97	0,05 *	0,3205	1,73	0,08	39
	0	-0,0968	-0,43	0,67	-0,1228	-0,49	0,63	-0,1009	-0,54	0,59	39
	1	-0,3250	-2,33	0,02 *	-0,3028	-2,22	0,03 *	-0,2426	-1,86	0,06	39
	2	-0,0579	-0,40	0,69	-0,0368	-0,35	0,73	0,0174	0,03	0,98	39
	3	0,1439	1,09	0,28	0,0856	0,53	0,60	0,1547	1,06	0,29	39
	4	0,2508	1,48	0,14	0,2263	1,28	0,20	0,2411	1,31	0,19	39
	5	-0,0039	-0,36	0,72	-0,0118	-0,33	0,74	-0,0200	-0,24	0,81	39
MÁS NOTÍCIAS	-5	-0,0197	-0,34	0,74	0,0155	-0,23	0,82	0,0706	0,29	0,77	52
	-4	-0,0072	-0,44	0,66	-0,0886	-0,95	0,34	-0,0413	-0,73	0,47	52
	-3	0,2139	1,20	0,23	0,1525	0,76	0,45	0,0918	0,28	0,78	52
	-2	0,2200	1,48	0,14	0,1479	0,85	0,40	0,1376	0,68	0,49	52
	-1	-0,0048	0,00	1,00	-0,0801	-0,58	0,56	-0,0565	-0,59	0,55	52
	0	-0,0110	-0,15	0,88	0,0239	0,03	0,98	-0,0205	-0,34	0,74	52
	1	0,0944	0,25	0,80	0,0659	0,23	0,82	0,0655	0,07	0,94	52
	2	0,0009	-0,40	0,69	-0,1074	-1,16	0,25	-0,0373	-0,59	0,55	52
	3	-0,1108	-0,83	0,41	-0,1382	-1,21	0,23	-0,0592	-0,75	0,46	52
	4	0,2582	2,20	0,03 *	0,2147	1,57	0,12	0,2336	1,68	0,09	52
	5	0,1167	1,31	0,19	0,1436	1,07	0,29	0,1787	1,11	0,27	52

**APÊNDICE 9: RETORNOS ANORMAIS DIÁRIOS MÉDIOS PADRONIZADOS E CUMULATIVOS
(CASAR) DA AMOSTRA TOTAL**

Painel A - Amostra Total

Período da Amostra	Janelas de Acumulação	CASAR_{t1,t2}	Estatística-Z	Prob.
TOTAL	1 Dia (0)	-0,0464	-1,75	0,08
	6 Dias (-5, 0)	-0,0241	-1,15	0,25
	6 Dias (0, +5)	-0,0712	-3,40	0,00 **
	11 Dias (-5, +5)	-0,0564	-2,69	0,01 **
BR_GAAP	1 Dia (0)	-0,0443	-1,53	0,13
	6 Dias (-5, 0)	-0,0307	-1,38	0,17
	6 Dias (0, +5)	-0,0729	-3,28	0,00 **
	11 Dias (-5, +5)	-0,0631	-2,84	0,00 **
BR_GAAP/IFRS	1 Dia (0)	-0,0633	-0,87	0,39
	6 Dias (-5, 0)	0,0293	0,46	0,64
	6 Dias (0, +5)	-0,0577	-0,91	0,36
	11 Dias (-5, +5)	-0,0019	-0,03	0,98

Painel B - Amostra Total "Boas Notícias"

Período da Amostra	Janelas de Acumulação	CASAR_{t1,t2}	Estatística-Z	Prob.
TOTAL	1 Dia (0)	0,09404	2,80	0,01 **
	6 Dias (-5, 0)	0,07447	2,61	0,01 **
	6 Dias (0, +5)	-0,02873	-1,01	0,31
	11 Dias (-5, +5)	0,00543	0,19	0,85
BR_GAAP	1 Dia (0)	0,09317	2,66	0,01 **
	6 Dias (-5, 0)	0,07560	2,53	0,01 *
	6 Dias (0, +5)	-0,02349	-0,78	0,43
	11 Dias (-5, +5)	0,01040	0,35	0,73
BR_GAAP/IFRS	1 Dia (0)	0,10305	0,80	0,42
	6 Dias (-5, 0)	0,06277	0,65	0,51
	6 Dias (0, +5)	-0,08285	-0,86	0,39
	11 Dias (-5, +5)	-0,04589	-0,48	0,63

Painel C - Amostra Total - "Más Notícias"

Período da Amostra	Janelas de Acumulação	CASAR_{t1,t2}	Estatística-Z	Prob.
TOTAL	1 Dia (0)	-0,20970	-5,67	0,00 **
	6 Dias (-5, 0)	-0,13858	-4,50	0,00 **
	6 Dias (0, +5)	-0,12065	-3,92	0,00 **
	11 Dias (-5, +5)	-0,12823	-4,16	0,00 **
BR_GAAP	1 Dia (0)	-0,21296	-5,33	0,00 **
	6 Dias (-5, 0)	-0,16098	-4,86	0,00 **
	6 Dias (0, +5)	-0,13354	-4,03	0,00 **
	11 Dias (-5, +5)	-0,15331	-4,62	0,00 **
BR_GAAP/IFRS	1 Dia (0)	-0,18898	-1,88	0,06
	6 Dias (-5, 0)	0,00399	0,05	0,96
	6 Dias (0, +5)	-0,03865	-0,46	0,64
	11 Dias (-5, +5)	0,03138	0,38	0,71

**APÊNDICE 10: RETORNOS ANORMAIS DIÁRIOS MÉDIOS PADRONIZADOS E CUMULATIVOS
(CASAR) DA AMOSTRA ADR**

Painel B - Amostra Total "Boas Notícias"

Período da Amostra	Janelas de Acumulação	CASAR_{1,t2}	Estatística-Z	Prob.
TOTAL	1 Dia (0)	0,12665	2,52	0,01 *
	6 Dias (-5, 0)	0,15286	3,36	0,00 **
	6 Dias (0, +5)	-0,04918	-1,08	0,28
	11 Dias (-5, +5)	0,03839	0,84	0,40
BR_GAAP	1 Dia (0)	0,11386	2,17	0,03 *
	6 Dias (-5, 0)	0,14756	3,05	0,00 **
	6 Dias (0, +5)	-0,04350	-0,90	0,37
	11 Dias (-5, +5)	0,04253	0,88	0,38
BR_GAAP/IFRS	1 Dia (0)	0,22445	1,24	0,22
	6 Dias (-5, 0)	0,19334	1,45	0,15
	6 Dias (0, +5)	-0,09258	-0,69	0,49
	11 Dias (-5, +5)	0,00674	0,05	0,96

Painel C - Amostra Total - "Más Notícias"

Período da Amostra	Janelas de Acumulação	CASAR_{1,t2}	Estatística-Z	Prob.
TOTAL	1 Dia (0)	-0,30734	-4,66	0,00 **
	6 Dias (-5, 0)	-0,18704	-3,72	0,00 **
	6 Dias (0, +5)	-0,14145	-2,81	0,00 **
	11 Dias (-5, +5)	-0,14994	-2,98	0,00 **
BR_GAAP	1 Dia (0)	-0,29620	-4,12	0,00 **
	6 Dias (-5, 0)	-0,19895	-3,63	0,00 **
	6 Dias (0, +5)	-0,13822	-2,52	0,01 *
	11 Dias (-5, +5)	-0,15970	-2,91	0,00 **
BR_GAAP/IFRS	1 Dia (0)	-0,36620	-2,19	0,03 *
	6 Dias (-5, 0)	-0,12408	-0,98	0,32
	6 Dias (0, +5)	-0,15854	-1,26	0,21
	11 Dias (-5, +5)	-0,09831	-0,78	0,44

**APÊNDICE 11: RETORNOS ANORMAIS DIÁRIOS MÉDIOS PADRONIZADOS E CUMULATIVOS
(CASAR) DA AMOSTRA MAIOR ESCORE BCGI**

Painel B - Amostra Total "Boas Notícias"

Período da Amostra	Janelas de Acumulação	CASAR_{1,t2}	Estatística-Z	Prob.
TOTAL	1 Dia (0)	0,15786	1,97	0,05 *
	6 Dias (-5, 0)	0,21673	3,39	0,00 **
	6 Dias (0, +5)	0,03125	0,49	0,62
	11 Dias (-5, +5)	0,13555	2,12	0,03 *
BR_GAAP	1 Dia (0)	0,20607	2,44	0,01 *
	6 Dias (-5, 0)	0,21764	3,12	0,00 **
	6 Dias (0, +5)	0,04404	0,63	0,53
	11 Dias (-5, +5)	0,13112	1,88	0,06
BR_GAAP/IFRS	1 Dia (0)	-0,09681	-0,43	0,67
	6 Dias (-5, 0)	0,21192	1,32	0,19
	6 Dias (0, +5)	-0,03628	-0,23	0,82
	11 Dias (-5, +5)	0,15891	0,99	0,32

Painel C - Amostra Total - "Más Notícias"

Período da Amostra	Janelas de Acumulação	CASAR_{1,t2}	Estatística-Z	Prob.
TOTAL	1 Dia (0)	-0,29207	-3,30	0,00 **
	6 Dias (-5, 0)	-0,12476	-2,02	0,04 *
	6 Dias (0, +5)	-0,14139	-2,28	0,02 *
	11 Dias (-5, +5)	-0,10851	-1,75	0,08
BR_GAAP	1 Dia (0)	-0,36202	-3,64	0,00 **
	6 Dias (-5, 0)	-0,19554	-2,83	0,00 **
	6 Dias (0, +5)	-0,21196	-3,06	0,00 **
	11 Dias (-5, +5)	-0,19181	-2,77	0,01 **
BR_GAAP/IFRS	1 Dia (0)	-0,01095	-0,15	0,88
	6 Dias (-5, 0)	0,15971	1,15	0,25
	6 Dias (0, +5)	0,14224	1,03	0,31
	11 Dias (-5, +5)	0,22630	1,63	0,10

ANEXOS

ANEXO 1: QUESTIONÁRIO DO ÍNDICE BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – BCGI.

ANEXO 1: QUESTIONÁRIO DO ÍNDICE BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - BCGI⁶⁸

I - EVIDENCIAÇÃO

1. A empresa publica suas demonstrações na data exigida pela Lei?
2. A empresa publica demonstrações de acordo com normas internacionais de contabilidade (US-GAAP ou IFRS)?
3. A empresa utiliza uma das grandes empresas internacionais de auditoria?

II - COMPOSIÇÃO DO *BOARD* E FUNCIONAMENTO

1. O presidente do Conselho de Administração (*Chairman of the Board*) e o Presidente (*CEO*) da empresa não são a mesma pessoa?
2. Na composição do *Board* não é predominante a presença de *insiders*?
3. O tamanho do *Board* está entre 5 e 9 membros conforme sugerido pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa?
4. Os membros do *Board* têm mandatos consecutivos de um ano conforme sugerido pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa?
5. Existe um Conselho Fiscal permanente?

III - ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE

1. Os acionistas controladores possuem menos do que 50% das ações ordinárias?
2. O percentual das ações ordinárias em relação ao total é maior do que 80%?
3. A razão entre os direitos do fluxo de caixa (*cash flow rights*) em relação aos direitos de voto dos controladores é maior do que 1 ?
4. O *free float* é maior ou igual ao requerido pelo novo mercado da Bovespa (25%)?

IV - DIREITOS DOS ACIONISTAS

1. O estatuto da empresa estabelece a arbitragem como forma de resolver os conflitos?
2. O estatuto estabelece direitos de voto adicionais além daqueles exigidos pela Lei?
3. A empresa dá *tag along* aos seus acionistas além do que é exigido pela Lei?

⁶⁸ Baseado em Lopes e Walker (2008). Todas as respostas receberam uma pontuação entre 0 e 1, sendo que os valores mais próximos de 1 representam boas práticas de governança corporativa. Cada empresa poderia um escore total que varia de 0 a 15, sendo que posteriormente esta nota foi padronizada para 1. O BCGI foi aplicado a todas as empresas brasileiras de capital aberto com ações negociadas na Bovespa entre os de 1998 a 2006 (frequência bianual).