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

**VALOR ADICIONADO: ANÁLISE EMPÍRICA DE SUA RELEVÂNCIA PARA AS
COMPANHIAS ABERTAS QUE PUBLICAM A DEMONSTRAÇÃO DO VALOR
ADICIONADO**

Luciano Márcio Scherer

Orientador: Prof. Dr. Reinaldo Guerreiro

SÃO PAULO

2006

Profa. Dra. Suely Vilela
Reitora da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Carlos Roberto Azzoni
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Fábio Frezatti
Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. Gilberto Andrade Martins
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

LUCIANO MÁRCIO SCHERER

**VALOR ADICIONADO: ANÁLISE EMPÍRICA DE SUA RELEVÂNCIA PARA AS
COMPANHIAS ABERTAS QUE PUBLICAM A DEMONSTRAÇÃO DO VALOR
ADICIONADO**

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: Prof. Dr. Reinaldo Guerreiro

SÃO PAULO

2006

FICHA CATALOGRÁFICA

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

Scherer, Luciano Marcio

Valor adicionado: análise empírica de sua relevância para as companhias abertas que publicam a demonstração do valor adicionado / Luciano Marcio Scherer. – São Paulo, 2006.
129 p.

Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2006
Bibliografia

1. Valor (contabilidade) 2. Demonstração financeira 3. Governança corporativa I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade II. Título

CDD – 657.013

Para Egídio, Marli e Luciani

Para Mariani, amor da minha vida

Agradecimentos

Inicialmente devo agradecer Deus, que, nos momentos difíceis dos últimos anos, me deu sinais para erguer a cabeça e seguir adiante. E o resultado disso está aqui, na forma desse trabalho.

Meu segundo agradecimento vai para meus pais, Egídio e Marli e para minha irmã Luciani, que tanta falta fazem em minha vida devido à distância que nos separa.

Agradeço ao Departamento de Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, pela oportunidade de cursar o Doutorado, bem como ao pessoal das secretarias do Departamento de Contabilidade e da Secretaria de Pós-Graduação pelo auxílio que tive quando precisei.

Um agradecimento especial ao meu orientador, Prof. Dr. Reinaldo Guerreiro, pela compreensão nas horas difíceis e pela motivação necessária para eu seguir adiante.

Agradeço aos Professores Doutores Luiz João Corrar, Eliseu Martins, Alessandro Broedel Lopes, Sérgio de Iudícibus, Fábio Frezatti, Rubens Famá e demais professores, que de uma forma ou outra contribuíram para a elaboração do presente trabalho.

Também devo agradecer à FIPECAFI por disponibilizar seu banco de dados.

Não pode faltar o meu agradecimento aos amigos Fábio Moraes da Costa, Ricardo Hirata Ikeda e Edison Ryu Ishikura.

Por fim, um agradecimento especial para Mariani, que entrou na minha vida de uma forma inesperada, me conquistou completamente e hoje é minha fonte de inspiração para seguir adiante.

**“You are the latest contender
you are the one to remember”**

Franz Ferdinand

RESUMO

O objetivo da contabilidade é definido como fornecer aos seus usuários informações relevantes para a tomada de decisões. Porém, quem são os usuários e qual informação é relevante? O enfoque dado pela Teoria Positiva da Contabilidade considera os investidores dos mercados de capitais como os usuários das informações contábeis e essas são relevantes quando possuem um grau de associação estatisticamente significativo com o preço ou retorno das ações. Tendo em vista as mudanças na legislação societária que estão tramitando no Câmara dos Deputados, o Brasil poderá tornar obrigatória a elaboração e publicação da Demonstração do Valor Adicionado pelas companhias abertas. De forma similar à Demonstração do Resultado do Exercício, a DVA é uma demonstração de características dedutivas em que a última linha representa um resultado, nesse caso, a riqueza gerada pela empresa durante um período. Porém, em adição a essa informação, é evidenciado de que forma essa riqueza é distribuída para uma série de *stakeholders*, além da parcela distribuída aos proprietários, sócios ou acionistas. Logo, é uma demonstração mais ampla que a DRE, destinada a vários usuários, não apenas aos proprietários, sócios ou acionistas, como a DRE, a **princípio**, parece ser destinada. Mas, quando se leva em conta os conceitos da Teoria Positiva da Contabilidade, convém perguntar: O valor adicionado líquido para distribuição, evidenciado através da DVA das companhias abertas que publicam a demonstração, é relevante para os investidores da Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA? Buscar essa resposta é a proposta deste trabalho. Para tanto, utilizou-se de abordagem empírico-analítica para testar as hipóteses de pesquisa formuladas. A amostra de dados foi constituída pelas sociedades anônimas abertas que publicaram a DVA nos anos de 2000 a 2004. Para essa amostra de dados foi obtido o preço das ações quatro meses após o fechamento do exercício social (variável dependente), o valor adicionado líquido para distribuição por ação, o lucro líquido por ação e o patrimônio líquido por ação para os anos de 2000 a 2004 (variáveis independentes). A amostra final de dados foi constituída de 459 observações, sendo 202 para ações ordinárias e 257 para ações preferenciais. Todas variáveis foram ajustadas pelo preço da ação do período anterior. Os resultados dos testes empíricos demonstraram que o valor adicionado líquido para distribuição é relevante para os investidores do mercado de capitais, com grau de significância de 99%, o que confirma as evidências empíricas internacionais, entretanto, não houve um desempenho melhor tão evidente, medido pelo coeficiente R^2 , do valor adicionado líquido para distribuição sobre o lucro líquido e o patrimônio líquido, o que contraria as evidências empíricas internacionais. Quando se separou a amostra de dados entre as empresas com níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA das demais empresas, observou-se que o poder explicativo do valor adicionado líquido para distribuição cresce de forma substancial nas empresas com níveis diferenciados de governança corporativa, especialmente no caso das ações preferenciais. Esses resultados demonstram a importância da DVA e contribuem para o debate acadêmico acerca da demonstração.

ABSTRACT

The objective of accounting is supply its users with relevant information to make useful decisions. However who are those users and which information are relevant? Under the focus of the Positive Accounting Theory, the users are the investors of financial markets and information is relevant when it has statistically association with prices or return of stocks. In Brazil, the mandatory preparation and publication of the Value Added Statement is close to near. Value Added Statement is a statement that demonstrates the generation of wealth of a company and how this wealth is distributed to several stakeholders and also to the stockholders. Therefore, it is a wider accounting statement than the Income Statement, because it is destined to several users. However, inside the perspectives of the Positive Accounting Theory a question seems to be necessary: The net value added generated by a company and disclosed in the Value Added Statement is relevant for the investors, or in other words, is relevant for financial markets? Look for an answer to this question is exactly what the present work intends to do. To do that, it was used an empiric-analytic approach to reach the objectives proposed for this study, and doing so, testing the research hypotheses related to the research problems proposed. The sample used was constituted by the public companies that published the Value Added Statement in the years 2000 to 2004. For this sample were obtained the price of the stocks four months after the closing of the fiscal year (dependent variable), the net value added for distribution, the net profit and the equity for the years from 2000 to 2004 (independent variables). After the process of discard of companies without data in the period, it was obtained a sample of data constituted by 459 firm-year observations, being 202 for common stocks and 257 for preferred stocks. All variables were considered by theirs per share value adjusted by the stock price of the previous year. The results of the empiric analysis demonstrated that the net value added for distribution is relevant to the financial market, with 99% degrees of significance, what confirms international empiric evidences presented in the theoretical framework, however, there's not a better performance, measured for the coefficient R^2 of the value added over net profit and equity, which goes contrary to international empirical evidences. When the sample was separated between companies with differentiated levels of corporate governance of BOVESPA of the other companies, it was observed that the explanatory power of the variable net value added for distribution increases enough in a general way for the ones, especially in the case of preferred stocks. Those results demonstrate the relevance of the Value Added Statement and contribute to the increase of the academic debate about this statement.

SUMÁRIO

LISTA DE ABREVIATURAS	3
LISTA DE QUADROS	4
LISTA DE TABELAS	5
1 INTRODUÇÃO	7
1.1 Motivações e justificativas	7
1.1.1 Objetivos da contabilidade	7
1.1.1.1 Usuários das informações contábeis	7
1.1.1.2 Utilidade (relevância) das informações contábeis	9
1.1.2 O caso brasileiro: a possível obrigatoriedade de publicação da DVA.	14
1.2 Problema e hipóteses de pesquisa	17
1.3 Objetivo geral e objetivos específicos	22
1.4 Aspectos metodológicos	23
1.5 Divisão do trabalho	26
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	27
2.1 Valor adicionado	27
2.1.1 Introdução	27
2.1.2 Aprofundamentos do conceito econômico de valor adicionado	29
2.1.3 Conceito contábil de valor adicionado	32
2.1.4 Conciliação entre os conceitos contábil e econômico de valor adicionado	35
2.2 A demonstração do valor adicionado	44
2.2.1 Aspectos gerais	44
2.2.2 Usos da DVA	45
2.2.2.1 Mensuração e divulgação da riqueza criada por uma entidade	45
2.2.2.2 Redução de conflitos de agência e de assimetria informacional	46
2.2.2.3 Ferramenta de diagnóstico e projeção	48
2.2.2.4 Ferramenta de gestão e comunicação	49
2.2.3 Limitações da DVA	49
2.2.3.1 Confusão com a DRE	50
2.2.3.2 Indução errônea da maximização do valor	50
2.2.3.3 Falta de padronização	51
2.2.3.4 Aumento de custos	51
2.3 A DVA no contexto internacional	52
2.3.1 Aspectos gerais	52
2.3.2 Evidências empíricas da utilidade das informações contidas na DVA	55
2.3.2.1 Aspectos gerais	55
2.3.2.2 Relevância do valor adicionado	57
2.4 A DVA no contexto brasileiro	68
2.4.1 Contexto geral	68
2.4.1.1 A DVA nas empresas do setor de energia elétrica	71
2.4.2 Modelos de DVA em uso no Brasil	72
2.4.2.1 DVA sugerida pela FIPECAFI	72
2.4.2.2 DVA instituída pelo Conselho Federal de Contabilidade	73
3 MODELOS ESTATÍSTICOS E DELIMITAÇÃO DA BASE DE DADOS	77
3.1 Modelos estatísticos	77
3.1.1 Teste da primeira hipótese	77
3.1.2 Teste da segunda e terceira hipóteses	81
3.1.3 Teste da quarta e quinta hipóteses	83

3.2	Delimitação da amostra de dados	85
4	RESULTADOS E ANÁLISE DE DADOS	87
4.1	Estatísticas descritivas	87
4.2	Relevância do valor adicionado para o mercado de capitais.....	88
4.3	Relevância do valor adicionado comparativamente à relevância do lucro e do patrimônio líquido para o mercado de capitais	90
4.4	Relevância do valor adicionado para empresas com níveis diferenciados de governança corporativa	93
5	CONCLUSÕES.....	101
5.1	Considerações gerais	101
5.2	Limitações do trabalho	104
5.3	Sugestões para estudos futuros.....	105
5.4	Contribuições do trabalho	106
	REFERÊNCIAS	107
	APÊNDICE 1	123
	APÊNDICE 2	129

LISTA DE ABREVIATURAS

ANEEL: Agência Nacional de Energia Elétrica
ANPAD: Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração
ASC: *Accounting Standards Committee*
ASSC: *Accounting Standards Steering Committee*
BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo
CAPM: *Capital Assets Pricing Model*
CFC: Conselho Federal de Contabilidade
CVM: Comissão de Valores Mobiliários
DFC: Demonstração dos Fluxos de Caixa
DIB: Despesa Interna Bruta
DRE: Demonstração do Resultado do Exercício
DVA: Demonstração do Valor Adicionado
EMH: *Efficient Market Hypothesis*
EVA: *Economic Value Added*
FASB: *Financial Accounting Standards Board*
FIPECAFI: Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras
IASB: *International Accounting Standards Board*
IBASE: Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas
IBGC: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBGE: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IBRACON: Instituto dos Auditores Independentes do Brasil
IFRS: *International Financial Reporting Standards*
INSS: Instituto Nacional de Seguro Social
LPA: Lucro por Ação
NBC: Norma Brasileira de Contabilidade
PIB: Produto Interno Bruto
PIL: Produto Interno Líquido
PNB: Produto Nacional Bruto
PNL: Produto Nacional Líquido
RIB: Renda Interna Bruta
SFAC: *Statement of Financial Accounting Concept*
VAA: Valor Adicionado Líquido para Distribuição por Ação
VPA: Valor Patrimonial da Ação

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Conciliação entre os conceitos contábil e econômico de valor adicionado	36
Quadro 2 - Conciliação entre a receita bruta de vendas e o valor da produção	36
Quadro 3 - Conciliação entre os insumos e serviços adquiridos de terceiros e o consumo intermediário - empresa industrial.....	37
Quadro 4 - Conciliação entre os insumos e serviços adquiridos de terceiros e o consumo intermediário – empresa comercial	37
Quadro 5 - Dissertações e teses sobre a DVA defendidas na FEA/USP.....	68
Quadro 6 - Teses e dissertações sobre a DVA em outras instituições	69
Quadro 7 - Modelo de DVA desenvolvido pela FIPECAFI	72
Quadro 8 – DVA instituída pelo CFC	74

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - DRE e informações de estoques da Companhia Curitiba para o período T0.....	39
Tabela 2 - DRE e informações de estoques da Companhia Curitiba para o período T1.....	39
Tabela 3 - DRE e informações de estoque da Companhia Curitiba para o período T2	40
Tabela 4 – DVA da Companhia Curitiba para o período T1 – conceitos contábeis	40
Tabela 5 - DVA da Companhia Curitiba para o período T2 – conceitos contábeis	40
Tabela 6 - DVA da Companhia Curitiba para o período T0 - conceitos econômicos.....	41
Tabela 7 - DVA da Companhia Curitiba para o período T1 - conceitos econômicos.....	42
Tabela 8 - DVA da Companhia Curitiba para o período T2 - conceitos econômicos.....	42
Tabela 9 - Estatísticas descritivas.....	87
Tabela 10 - Relevância do valor adicionado	88
Tabela 11 - Relevância do lucro líquido	90
Tabela 12 - Relevância do patrimônio líquido	91
Tabela 13 - Separação entre empresas consideradas no índice de Governança Corporativa...	93
Tabela 14 - Relevância do valor adicionado para empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA	94
Tabela 15 - Relevância do lucro líquido para empresas listadas nos níveis 1 ou 2 de Governança Corporativa ou Novo Mercado	97

1 INTRODUÇÃO

1.1 Motivações e justificativas

1.1.1 Objetivos da contabilidade

Segundo Iudícibus (2000, p. 23), o objetivo primordial da contabilidade pode ser definido como o “[...] fornecimento de informações econômicas para os vários usuários, de forma que propiciem decisões racionais.”

Para Hendriksen e Van Breda (1999, p. 93), esse objetivo é extremamente pragmático, e foi amplamente influenciado pelo SFAC 1, *Statement of Financial Accounting Concept 1*, emitido pelo FASB, *Financial Accounting Standards Board* em 1978, que considera:

A divulgação financeira deve fornecer informações que sejam úteis para investidores e credores atuais e em potencial, bem como para outros usuários que visem a tomada racional de decisões de investimento, crédito e outras semelhantes. [...] A divulgação financeira deve proporcionar informação que ajude investidores, credores e outros usuários, presentes e em potencial, a avaliar os volumes, a distribuição no tempo e a incerteza de possíveis fluxos de caixa em termos de dividendos ou juros, e os resultados da venda, do resgate e do vencimento de títulos e empréstimos. Como os fluxos de caixa de investidores e credores estão relacionados aos fluxos de caixa da empresa, a divulgação financeira deve proporcionar informações que ajudem investidores, credores e outros a avaliar os volumes, a distribuição no tempo e a incerteza das possíveis entradas líquidas futuras de caixa da empresa [...] A divulgação financeira deve fornecer informações sobre os recursos econômicos de uma empresa, os direitos sobre esses recursos [...], bem como os efeitos de transações, eventos e circunstâncias que alterem seus recursos e os direitos sobre tais recursos.

1.1.1.1 Usuários das informações contábeis

De acordo com o FASB, os usuários das informações contábeis são os investidores, credores e outros interessados, como por exemplo, os gestores das empresas. Já Iudícibus (2000, p. 21) fornece um panorama mais amplo, listando os vários possíveis usuários e as informações que, em tese, esses desejariam receber por parte da empresa.

Seguindo o raciocínio de Iudícibus (2000), os usuários das informações contábeis podem ser divididos em dois grupos:

- a) Usuários internos => são os gestores com poder decisório na empresa, os proprietários (sócios, donos) e os acionistas majoritários (ou controladores). Normalmente esses usuários recebem, além dos relatórios contábeis de divulgação externa, relatórios internos de gestão, necessários para o processo de tomada de decisões na empresa;
- b) Usuários externos => grupos ou indivíduos com interesses específicos em alguma informação contábil divulgada pela empresa. A literatura de finanças atribui a denominação de *stakeholders* para esses grupos: fornecedores, bancos, governo, empregados, acionistas minoritários e a própria sociedade em si, entre outros. Normalmente esses *stakeholders* recebem informações contábeis da empresa quando essas são divulgadas para o mercado através da publicação periódica dos relatórios financeiros, ou ainda, através da comunicação de fatos relevantes, ou até mesmo quando esses solicitam alguma informação específica da empresa para uma finalidade qualquer.

Normalmente os usuários internos possuem maior acesso às informações contábeis do que os usuários externos, por conta disso, podem surgir problemas de conflito de agência¹ e de assimetria informacional². Note-se que esses problemas também podem ocorrer em âmbito interno, especialmente entre os gestores e os acionistas controladores.

¹ Um conflito de agência nada mais é do que um conflito de interesses. Lopes (2004, p. 171) observa que um “[...] conflito de agência surge quando os agentes ligados à empresa possuem interesses contrastantes e ao colocar seus interesses pessoais em primeiro lugar acabam por prejudicar o andamento da organização.” Lopes e Martins (2005, p. 29-30) fornecem um exemplo básico para o entendimento do conceito.

² De uma forma bem simplificada, o termo assimetria informacional está relacionado com os diferentes níveis de conhecimento de dois ou mais agentes em relação a um determinado objeto, evento, fato comum. Em relação às empresas, o termo pode ser definido como a diferença entre o nível informacional quantitativo e qualitativo que os gestores possuem da empresa em relação às informações por eles disponibilizadas para os acionistas, auditores e demais *stakeholders*. Lopes e Martins (2005, p. 32) observam que não há razão para a existência da contabilidade sem a consideração dos problemas de assimetria informacional. Perguntam os autores, “Por que precisamos de informações contábeis auditadas se os acionistas possuem o mesmo nível de informação dos gestores? Para que avaliar *performance* se todos sabem do comportamento dos outros?” Por conta disso, os autores observam que a contabilidade tem papel importante na redução da assimetria informacional, já que “[...] a publicação de demonstrações auditadas é exemplo inequívoco de que a informação contábil funciona como redutora de assimetria informacional [...]”, pois “[...] os investidores não possuem o mesmo nível de informação dos gestores da empresa, de forma a necessitar de instrumentos independentes para avaliar a real situação da empresa.”

Sob o enfoque da teoria contratual da firma³, a contabilidade é vista como coordenadora dos contratos existentes entre os vários agentes corporativos (LOPES; MARTINS, 2005), e essa noção, em conjunto com o reconhecimento da importância da contabilidade no fortalecimento dos mecanismos de governança corporativa⁴ podem contribuir para a diminuição dos problemas citados no parágrafo anterior.

1.1.1.2 Utilidade (relevância) das informações contábeis

Após definir os usuários das informações contábeis, resta saber qual informação contábil é útil para eles, especialmente para os externos. Em outras palavras, qual informação contábil é relevante para os investidores, os credores e os demais *stakeholders* de uma empresa?

Lopes e Martins (2005, p. 65) observam que a relevância da informação contábil está relacionada com a capacidade da contabilidade em demonstrar a realidade econômica, de tal forma que seja possível, econômica e informacionalmente, projetar fluxos de caixa futuros. Teoricamente, quanto mais próxima daquilo que se determina ser a realidade econômica, maior a relevância da informação contábil⁵.

³ Lopes e Martins (2005) descrevem a teoria contratual da firma e o papel da contabilidade nessa. Interessante notar que nessa teoria, “[...] a empresa é vista como um conjunto de contratos entre diversos participantes, em que cada um desses contribui com algo para a empresa e em troca recebe sua parte no bolo.” (LOPES; MARTINS, 2005, p. 32). Essa definição parece indicar a utilidade da Demonstração do Valor Adicionado como ferramenta de redução (ou administração) dos conflitos de agência e de assimetria informacional.

⁴ Segundo o IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, o termo designa um sistema de gestão e monitoramento que envolve relacionamentos entre os acionistas / cotistas, o conselho de administração, a diretoria, a auditoria independente e o conselho fiscal. Para o IBGC, “As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade [...]”, proporcionando aos acionistas ou cotistas “[...] a gestão estratégica de sua empresa e a efetiva monitoração da direção executiva. As principais ferramentas que asseguram o controle da propriedade sobre a gestão são o Conselho de Administração, a Auditoria Independente e o Conselho Fiscal.” Por fim, o IBGC destaca que as empresas que optam por boas práticas de governança corporativa adotam a transparência, a prestação de contas (*accountability*) e a equidade como princípios básicos de gestão. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=2>>. Acesso em: 15 jul. 2006.

⁵ O termo “realidade econômica” é um tanto quanto subjetivo, e por conta disso, existe toda uma discussão que envolve os aspectos da relevância, objetividade e conservadorismo da informação contábil. Não se tem como objetivo no presente trabalho aprofundar esses conceitos. Maiores detalhamentos podem ser vistos no capítulo 4 da obra de Lopes e Martins (2005).

Dependendo do enfoque teórico utilizado, o entendimento de qual informação contábil é relevante é distinto. Segundo Lopes e Martins (2005), existem dois enfoques teóricos distintos para o desenvolvimento da teoria contábil:

- a) Abordagem normativa da contabilidade;
- b) Abordagem positiva da contabilidade.

O foco conceitual da abordagem normativa está na prescrição de procedimentos contábeis que retratem, sob o ponto de vista do normatizador, da melhor forma possível a realidade econômica da empresa, levando-se em conta o ambiente econômico em que ela opera, sem que haja validação empírica dessa proximidade conceitual de normas e práticas contábeis com os conceitos econômicos. (LOPES; MARTINS, 2005).

Essa abordagem é comumente utilizada pelos órgãos normatizadores da contabilidade, tanto em âmbito interno, quanto em âmbito internacional. De forma geral (e utilizando o modelo norte-americano como exemplo⁶), o procedimento consiste na definição de uma estrutura conceitual básica da contabilidade, em que são listados os conceitos fundamentais (entidade, continuidade, etc.), as características qualitativas das informações contábeis (prevalência da essência sobre a forma, oportunidade, neutralidade, etc.), os elementos básicos das demonstrações contábeis (ativos, passivos, receitas, despesas, etc.) e a forma como ocorrem as variações patrimoniais. Geralmente após a definição dessa estrutura conceitual básica, definem-se normas e práticas contábeis que retratam de forma, na visão do órgão normatizador⁷, adequada a realidade econômica das empresas.

Na abordagem normativa da contabilidade, a relevância é entendida como uma das características qualitativas da informação contábil (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999, p. 97), e seu enunciado básico determina que, para ser relevante, a informação contábil deve ser capaz de ajudar “[...] os usuários a fazer predições sobre o resultado de eventos passados,

⁶ Ao longo das décadas de 70 e 80, o FASB desenvolveu sua Estrutura Conceitual Básica de Contabilidade, composta de seis pronunciamentos, sendo que um deles, o SFAC 6, de 1985 substituiu o SFAC 3, de 1980. No ano de 2000, o FASB emitiu mais um pronunciamento, o SFAC 7, que trata de informações de fluxo de caixa e a valor presente na mensuração contábil.

⁷ O que caracterizaria uma imposição dos normatizadores em relação a aquilo que eles julgam ser o melhor para as empresas. (LOPES; MARTINS, 2005, p. 18).

presentes e futuros ou confirmar ou corrigir expectativas anteriores.” (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999, p. 97).

Já na abordagem positiva da contabilidade, o foco conceitual consiste em prever o efeito de determinada informação ou prática contábil e explicar o porquê de sua utilização pelas empresas (WATTS; ZIMMERMANN, 1986). Não se procura determinar a qualidade ou a adequação de um procedimento, prática ou princípio contábil, mas sim observar e explicar as razões de sua utilização pelas empresas.

Em sua obra, Watts e Zimmerman (1986) apresentam uma série de trabalhos em que questões de pesquisa relacionadas à contabilidade foram analisadas sob o enfoque positivo, “[...] com o estabelecimento de hipóteses de pesquisa, advindas da teoria econômica [...]” (LOPES; MARTINS, 2005, p.17), e de finanças, tais como a hipótese de mercados eficientes⁸ e o CAPM⁹, *Capital Assets Pricing Model*, “[...] e respectivo teste empírico das mesmas para verificação do real comportamento dos agentes econômicos frente à informação contábil.” (LOPES; MARTINS, 2005, p.17).

Beaver (1998) *apud* Lopes e Martins (2005, p. 6-7) destaca que as seguintes conclusões podem ser retiradas dos trabalhos empíricos fundamentados na abordagem positiva da contabilidade:

1. existe forte correlação positiva entre variações nos preços de ações de empresas negociadas em bolsas de valores e a respectiva variação no lucro delas dentro do mesmo período;
2. essa relação não ocorre na base de um para um (1:1). O mercado reage como se parte da flutuação no lucro das empresas fosse devida a aspectos transitórios e não permanentes. Esses aspectos transitórios não devem impactar a avaliação da empresa e sua flutuação de preços;
3. os preços das ações comportam-se como se os investidores reagissem a diferenças entre os métodos e as práticas contábeis das empresas;
4. as flutuações de preço parecem considerar tanto o componente fluxo de caixa como o componente *accrual* do lucro;
5. os preços das ações parecem antecipar o comportamento do lucro devido a fontes de informação mais rápidas do que a contabilidade. A idéia é de que os preços refletem o conjunto de informações disponíveis ao mercado mais rapidamente do que a contabilidade (*delayed recognition*);
6. esse "reconhecimento atrasado" ocorre tanto para o lucro como para o patrimônio;

⁸ A hipótese de mercados eficientes (EMH, *Efficient Market Hypothesis*) foi difundida por Fama (1970), porém, é possível afirmar que o desenvolvimento da EMH é consequência dos avanços ocorridos na teoria de finanças, a partir da década de 50, com a publicação dos trabalhos de Markowitz (1952, 1959), Modigliani e Miller (1958, 1959, 1963) entre outros. (CARDOSO; MARTINS, 2004).

⁹ De acordo com Copeland e Weston (1988), o CAPM é resultado de pesquisas praticamente simultâneas desenvolvidas por Sharpe (1963, 1964) e Treynor (1961), sendo que desenvolvimentos posteriores foram efetuados por Mossin (1966), Lintner (1965, 1969) e Black (1972).

7. o preço das ações pode ser usado para prever o lucro das empresas correspondentes. Essa característica é normalmente chamada de *information content of prices*;
8. os preços das ações comportam-se como se houvesse reconhecimento assimétrico de informações econômicas pela contabilidade. Essa característica é presente nas estruturas conceituais da contabilidade em vários países e é conhecida como conservadorismo;
9. o patrimônio da empresa, bem como o lucro, parecem ser importantes para explicar o comportamento dos preços das ações correspondentes;
10. evidênciação de notas explicativas e outras informações fora do balanço (*off-balance sheet*) são percebidas pelo mercado de acordo com a sofisticação do mesmo. Assim, mercados sofisticados tendem a avaliar mais adequadamente notas explicativas, por exemplo, do que os menos sofisticados; [...].

Uma das principais linhas de pesquisa positiva em contabilidade está relacionada com o conteúdo informacional (*value relevance*) das informações contábeis. Holthausen e Watts (2001) efetuaram uma revisão da literatura e listaram 62 estudos nessa linha de pesquisa, publicados no período entre 1972 e 2000¹⁰. Normalmente esses trabalhos tinham como objetivo primordial verificar se a divulgação (ou falta de) de determinada informação contábil era relevante para os investidores nas bolsas de valores. Para atingir esse objetivo, esses estudos utilizaram metodologias de pesquisa que se fundamentavam em testes empíricos da relação entre uma variável dependente e uma ou mais variáveis independentes, de tal forma que os resultados dos testes conduziam à conclusão de que uma ou mais variáveis contábeis independentes, ao apresentar associação estatisticamente significativa com uma variável dependente (normalmente o preço ou o retorno da ação), era (m) considerada (s) relevante (s) para os investidores nas bolsas de valores. Dessa forma, a relevância de uma informação contábil passou a ser determinada em função do seu grau de significância estatístico, ou ainda, em função de coeficientes de correlação ou de determinação (coeficiente R^2) entre a variável dependente (preço ou retorno das ações) e as variáveis independentes, extraídas das informações contábeis divulgadas pelas empresas.

Em relação a esse tipo de estudo, cabem duas considerações. A primeira é apresentada por Eliseu Martins (2005, p. 3), que ressalva que o “[...] Positivismo virou símbolo de pesquisa científica em Contabilidade; o domínio da estatística e da matemática capazes de comprovar ou não hipóteses passou a ser tão importante (às vezes mais, infelizmente) quanto o conhecimento da Contabilidade propriamente dita.”

¹⁰ Trinta e nove desses estudos foram publicados entre 1996 e 2000, o que, de certa forma, demonstra a emergência do assunto na pesquisa empírica em contabilidade nos Estados Unidos.

A segunda consideração é que os estudos baseados nessa abordagem, em especial os que buscavam verificar o conteúdo informacional (relevância) das informações contábeis, se concentram no impacto da divulgação dessas informações para apenas um único grupo de usuários: os investidores nas bolsas de valores. No caso brasileiro, isso significa que os estudos dessa natureza acabam se limitando a um pequeno grupo de empresas da economia do país (as que possuem títulos e valores mobiliários negociados nas bolsas de valores).

Em relação aos demais *stakeholders*, a teoria de agência (em relação à avaliação de desempenho e implantação de sistemas de remuneração) e pesquisas de cunho comportamental são áreas de aplicação de pesquisas empíricas em contabilidade gerencial. Lopes e Martins (2005) analisam essas possibilidades. Outra possibilidade são as pesquisas empíricas voltadas à previsão dos riscos de insolvência, o que, nesse caso, pode interessar (e muito), os credores de uma empresa. Mário e Aquino (2004) analisam o assunto e apresentam uma revisão da literatura e dos resultados das pesquisas empíricas efetuadas relacionadas ao assunto.

Por fim, é possível afirmar que as pesquisas em contabilidade utilizando a abordagem positiva da contabilidade são recentes no Brasil. Alguns dos trabalhos pioneiros nessa área foram desenvolvidos por Lopes (2001) e Martinez (2002). Entretanto, esse panorama vem mudando, e um número crescente de trabalhos acadêmicos tem sido escritos com o objetivo de testar o conteúdo informacional das informações contábeis divulgadas para o mercado de capitais.

1.1.2 O caso brasileiro: a possível obrigatoriedade de publicação da DVA.

Encontra-se em tramitação na Câmara dos Deputados o Projeto de Lei 3.741/2000, que entre outras disposições, prevê que a DVA, Demonstração do Valor Adicionado, passe a ser elaborada e publicada pelas sociedades anônimas abertas¹¹. Observe-se que, diferentemente do que a princípio poder-se-ia imaginar, a publicação da DVA será feita de forma totalmente independente e desvinculada da publicação do Balanço Social, que muitas empresas brasileiras elaboram e publicam de forma espontânea^{12 13}.

E qual é a importância dessa demonstração? A princípio, é possível afirmar que a DVA “[...] deve ser entendida como a forma mais competente criada pela Contabilidade para auxiliar na medição e demonstração da capacidade de geração, bem como de distribuição da riqueza de uma entidade.” (SANTOS, 2003, p. 35).

A DVA é publicada de forma facultativa em países como a Inglaterra, Bélgica, França, Alemanha, Cingapura, Japão, África do Sul, entre outros. Chama atenção o caso sul-africano, onde cerca de metade das companhias listadas na bolsa de valores de Johannesburgo publicam a DVA (VAN STADEN, 2000).

No Brasil, a publicação da DVA aumentou significativamente nos últimos anos. Segundo Santos (2005, p. 3):

[...] pode-se afirmar que boa parte do impulso tomado por mais essa demonstração contábil foi a sua inclusão no cálculo de excelência empresarial utilizado pela FIPECAFI – Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras – para a escolha das empresas com os melhores

¹¹ O texto original do projeto previa que as sociedades anônimas e as empresas a essas equiparadas elaborassem e publicassem a DVA. Entretanto, a última redação do projeto restringiu essa possível obrigatoriedade apenas para as sociedades anônimas abertas.

¹² Pela atual legislação brasileira, a elaboração e divulgação do Balanço Social são facultativas. Um dos modelos de Balanço Social mais conhecido é o sugerido pelo IBASE, Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas. Esse modelo de Balanço Social não traz toda a DVA, mas apenas as seguintes informações dela extraídas: o valor adicionado total a distribuir e a sua distribuição percentual entre os colaboradores, o governo, terceiros (juros e aluguéis), os acionistas e lucros retidos.
Disponível em: <<http://www.ibase.org.br/modules.php?name=Conteudo&pid=68>>. Acesso em: 14 ago. 2006.

¹³ O Projeto de Lei 32/1999 prevê a elaboração e publicação do Balanço Social pelas empresas privadas com faturamento superior a R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais). Desde 17/11/2004 esse projeto encontra-se pronto para pauta na Comissão de Desenvolvimento Econômico, Indústria e Comércio da Câmara dos Deputados, em regime de tramitação ordinário.
Disponível em: <http://www.camara.gov.br/internet/sileg/Prop_Detalhe.asp?id=14958>. Acesso em: 10 jul. 2006.

desempenhos nos setores em que a atividade econômica é dividida para a edição de 'Melhores e Maiores', da Revista Exame.

Em 1997, primeiro ano em que a DVA foi utilizada no referido cálculo de excelência empresarial, foram 44 as empresas que publicaram essa demonstração. Em 2004, esse número subiu para 138, com o aumento expressivo de mais de 210%. Já são mais de mil as empresas que a elaboram e a enviam para o banco de dados da FIPECAFI.

E por que esse aumento na quantidade de empresas que divulgam a DVA em seus relatórios financeiros? Pode-se especular que talvez seja uma antecipação à alteração prevista na legislação societária, sendo que a publicação espontânea da demonstração é incentivada pela própria CVM, Comissão de Valores Mobiliários. Outra possível razão seria um aumento da preocupação com a responsabilidade social das empresas, haja vista a DVA ser considerada como parte integrante do Balanço Social¹⁴ (SANTOS, 2003). Por fim, uma crescente preocupação com a transparência empresarial decorrente da implantação das boas práticas de governança corporativa que um número cada vez maior de empresas tem adotado nos últimos anos.

Entretanto, levando-se em conta a discussão da seção anterior, a publicação da DVA é relevante? Se sim, para quem?

Pela abordagem normativa da contabilidade, é possível afirmar que a publicação da DVA é relevante, pois o parecer final do relator do Projeto de Lei 3.741/2000¹⁵ considera que sua publicação pelas sociedades anônimas abertas contribui, em conjunto com outros fatores, para o aumento da transparência dos relatórios financeiros em um contexto de crescente preocupação com as práticas de responsabilidade social das empresas. Além disso, é possível afirmar que o CFC, Conselho Federal de Contabilidade, também a considera relevante, afinal através da Resolução CFC 1.010/2005, que instituiu a NBC T 3.7, regulamentou os procedimentos de elaboração e publicação facultativa da DVA. Caso não a julgasse relevante, por que o CFC elaboraria uma norma contábil específica para a DVA? Com relação aos usuários da DVA, esses podem ser tanto os proprietários (sócios ou acionistas), bem como

¹⁴ Apesar de que o Projeto de Lei 3.741/2000, mesmo considerando que a DVA evidencia o papel social da empresa, desvincula essa do Balanço Social ao prever a sua elaboração e publicação pelas sociedades anônimas abertas, e não fazer o mesmo em relação ao Balanço Social.

¹⁵ O Projeto de Lei 3.741/2000 foi discutido na Câmara dos Deputados, com três sessões públicas realizadas nos anos de 2003 e 2005, além de emendas apresentadas na Comissão de Desenvolvimento Econômico, Indústria e Comércio (ao todo três emendas) e na Comissão de Finanças e Tributação (ao todo quarenta e duas emendas). Todo esse processo culminou no relatório final do projeto de lei, apresentado pelo relator, Deputado Armando Monteiro, em 19 de Junho de 2006, que desde então se encontra pronto para pauta em regime prioritário de tramitação. Disponível em: <http://www.camara.gov.br/sileg/Prop_Detalhe.asp?id=20141>. Acesso em: 02 set. 2006.

diversos *stakeholders* (empregados, governo, financiadores externos) interessados em saber se a empresa está gerando riquezas a contento; se essa geração é crescente ao longo do tempo; se sua participação na distribuição da riqueza gerada é adequada; se sua participação sofreu oscilações ao longo do tempo e nesse caso, quem foi beneficiado em detrimento dos demais usuários; entre outras possíveis informações.

E como fica essa questão sob o enfoque da abordagem positiva da contabilidade? Será que as informações que podem ser extraídas da DVA das empresas que a publicam são relevantes, isto é, possuem conteúdo informacional para os investidores das bolsas de valores?

Um primeiro direcionamento para essa questão é encontrado em Rahman (1990). Para ele, existem muitas vantagens para que empresas multinacionais publiquem a DVA em países emergentes, como, por exemplo, a solidificação da noção da importância dessas empresas para a geração de riquezas do país. Isso possibilitaria que elas melhorassem sua imagem perante a sociedade do país em que operam, criando um mercado consumidor fiel, além de reduzir conflitos com o governo e os desgastes sócio-políticos diversos¹⁶. Para Rahman, todo esse processo culminaria na criação de ativos intangíveis, com maior crescimento e estabilidade de lucros, o que beneficiaria os acionistas (locais e estrangeiros) dessas empresas.

E nos países desenvolvidos? As informações que podem ser extraídas da DVA são relevantes? As pesquisas que visam responder essa questão são escassas. As principais evidências empíricas vêm dos Estados Unidos e, em geral, os estudos demonstraram que o valor adicionado apresenta significância estatística relevante para os investidores nas bolsas de valores, com associação maior com o preço e o retorno das ações do que variáveis contábeis tradicionais como o lucro e os fluxos de caixa. Em relação a esses estudos, deve-se ressaltar que, como nos Estados Unidos a DVA não é um relatório contábil de publicação obrigatória, a informação do efetivo valor adicionado gerado pelas companhias norte-americanas não existe, de tal forma que esses estudos empíricos utilizaram *proxies* para o valor adicionado, derivadas das fórmulas de valor adicionado disponíveis na literatura, como as apresentadas por Morley (1979).¹⁷

¹⁶ Ou seja, implicitamente, Rahman (1990) considera a DVA um instrumento útil na redução e / ou administração de conflitos de agência.

¹⁷ Essas fórmulas do valor adicionado, que serviram de *proxies* para os estudos em questão são apresentadas adiante, nas páginas 32 e 33, dentro da seção 2.1.3 Conceito contábil de valor adicionado.

1.2 Problema e hipóteses de pesquisa

Soares (2003, p. 36) observa que “toda pesquisa deve iniciar-se com a formulação de um problema [...]”, que apresente “[...] uma dificuldade teórica ou prática, para a qual se deve encontrar solução”.

Seguindo uma linha de raciocínio hipotético-dedutiva (conforme será demonstrado adiante), parte-se do conhecimento prévio sobre o tema relacionado ao problema de pesquisa para a proposição desse. Tendo como base de sustentação inicial o conhecimento prévio sobre o assunto, e levando-se em conta as motivações e justificativas apresentadas na seção anterior, o problema de pesquisa proposto para esse trabalho é o seguinte:

O valor adicionado líquido para distribuição, evidenciado através da DVA das companhias abertas que publicam a demonstração, é relevante para os investidores da BOVESPA, Bolsa de Valores de São Paulo?

A hipótese de pesquisa¹⁸ associada ao problema de pesquisa proposto é a seguinte:

H_{1a} = O valor adicionado líquido para distribuição é relevante para os investidores da BOVESPA.

Em relação ao problema de pesquisa proposto, é necessário esclarecer o que se entende como relevância. Bertolucci e Iudicibus (2004, p. 296) destacam que, em um contexto de pesquisa empírica em mercados de capitais, quando se estuda o conteúdo informacional, ou seja, a relevância de uma determinada informação contábil, o que se busca é verificar se existe associação estatisticamente significativa entre uma variável dependente relativa a um título mobiliário e um conjunto de variáveis contábeis, de tal forma que quando a variável contábil está significativamente relacionada à variável dependente, diz-se que ela é relevante¹⁹.

¹⁸ Segundo Soares (2003, p. 47), uma hipótese é “[...] uma resposta preliminar ao problema proposto”. Dessa forma, a confirmação ou refutação da (s) hipótese (s) de pesquisa faz com seja possível responder o problema proposto. Para testar as hipóteses de pesquisa propostas neste trabalho serão utilizados modelos matemáticos que possibilitem, através das técnicas estatísticas adequadas, obter os subsídios que as confirmem ou rejeitem, e assim responder as questões auxiliares de pesquisa, bem como o problema de pesquisa central do presente trabalho.

¹⁹ Ou *value-relevant*, que é como o termo é utilizado em publicações estrangeiras.

Os trabalhos dessa natureza se justificam em função do seguinte:

[...] se a informação contábil é utilizada por diversos motivos e por diversos usuários, e supondo que entre esses motivos estão incluídas as decisões que envolvem os processos de negociação entre as firmas e seus credores e fornecedores, a análise da relação entre a informação contábil e o mercado de capitais pode facilitar a previsão do fluxo de caixa futuro das empresas e auxiliar na determinação do risco e retornos esperados. (BEZERRA; LOPES, 2004, p. 135).

Visando gerar subsídios para elaborar uma resposta ampla ao problema de pesquisa proposto, são estabelecidas as questões auxiliares a seguir:

- a) **Sendo a informação do valor adicionado relevante para os investidores da BOVESPA, ela apresenta desempenho, medido em função do coeficiente de determinação R^2 , superior às informações do lucro e do patrimônio líquido?**

As hipóteses associadas a essa questão de pesquisa são as seguintes:

H_{1b} = O valor adicionado líquido para distribuição apresenta desempenho, medido pelo coeficiente de determinação R^2 , superior ao lucro líquido.

H_{1c} = O valor adicionado líquido para distribuição apresenta desempenho, medido pelo coeficiente de determinação R^2 , superior ao patrimônio líquido.

Essa questão auxiliar de pesquisa parte da hipótese de que o valor adicionado líquido para distribuição é relevante para os investidores da BOVESPA, e a partir disso, procura verificar o quão “mais relevante” ela é em relação às informações contábeis do lucro e do patrimônio líquido. Holthausen e Watts (2001) observam que, para determinar qual variável contábil apresenta um melhor desempenho em relação à sua relevância, ou seja, a sua associação com uma variável dependente de mercado, deve-se comparar o coeficiente de determinação (R^2) dessas variáveis contábeis regredidas individualmente contra a variável dependente, e aquela que apresentar o maior coeficiente R^2 é tida como “mais relevante”, e assim, apresenta um desempenho superior em relação às demais variáveis analisadas. Dessa forma, caso o valor adicionado possua desempenho semelhante, ou até mesmo superior ao lucro e o patrimônio líquido, ele pode ser utilizado como uma variável complementar em estudos empíricos que procuram verificar a relevância das informações contábeis para os mercados de capitais.

A questão auxiliar de pesquisa abaixo procura verificar a relevância do valor adicionado para as empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA

- b) O valor adicionado líquido para distribuição, evidenciado através das DVA publicadas pelas companhias abertas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA é relevante para o mercado?**

A hipótese associada a essa questão de pesquisa é a seguinte:

H_{1d} = O valor adicionado líquido para distribuição das companhias abertas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA é relevante para o mercado.

Por fim, a questão auxiliar de pesquisa abaixo procura medir a relevância comparativa do valor adicionado para as empresas da amostra de dados listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA em relação às demais empresas da amostra de dados.

- c) O valor adicionado líquido para distribuição, evidenciado através das DVA publicadas pelas companhias abertas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA apresenta desempenho, medido em função do coeficiente de determinação R^2 , superior ao valor adicionado líquido para distribuição evidenciado através das DVA das demais companhias abertas que publicam a demonstração?**

A hipótese associada a essa questão de pesquisa é a seguinte:

H_{1e} => O valor adicionado líquido para distribuição das empresas da amostra de dados listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA apresenta desempenho, medido pelo coeficiente de determinação R^2 , superior ao valor adicionado líquido para distribuição das demais empresas da amostra de dados.

Com relação às duas últimas questões de pesquisa devem ser feitos alguns esclarecimentos.

Inicialmente é necessário esclarecer o que são os níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA. Esses níveis diferenciados²⁰ são de dois tipos:

- a) Níveis 1 e 2 de governança corporativa;
- b) Novo mercado.

Os níveis 1 e 2 de governança corporativa são segmentos específicos de listagem que foram implantados em dezembro de 2000 pela BOVESPA, com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse o interesse dos investidores e a valorização das companhias. As empresas listadas nesses segmentos oferecem aos seus investidores melhorias nas práticas de governança corporativa que ampliam os direitos societários dos acionistas minoritários e aumentam a transparência das companhias. A idéia é de que a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas companhias confere maior credibilidade ao mercado acionário, o que leva ao aumento da confiança e da disposição dos investidores em adquirirem as suas ações, pagando um melhor preço por elas, e dessa forma, contribuindo para a redução dos custos de captação das empresas. Para tanto, essas companhias se comprometem com a melhoria na prestação de informações econômico-financeiras divulgadas para o mercado, visando o aumento da transparência, através da, entre outras medidas, publicação da DFC, Demonstração dos Fluxos de Caixa, no caso das companhias listadas nos níveis 1 e 2, e de demonstrações contábeis de acordo com as normas de contabilidade dos Estados Unidos ou de acordo com as normas IFRS, *International Financial Reporting Standards*, emitidas pelo IASB, *International Accounting Standards Board* para as companhias listadas no nível 2. Além disso, essas empresas se comprometem com a dispersão acionária e o aumento dos direitos dos acionistas minoritários.

Já o novo mercado é um segmento específico de listagem, destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam com a adoção voluntária de práticas adicionais, mais exigentes, de governança corporativa em relação ao que é exigido pela legislação societária e normas da CVM. A premissa básica do novo mercado é que a valorização e a liquidez das ações são influenciadas de forma positiva pelas “boas práticas de

20 Disponível em <http://www.bovespa.com.br/Empresas/NovoMercadoNiveis/cias_niveisdif_intro.asp> e em: <<http://www.bovespa.com.br/Empresas/NovoMercadoNiveis/NovoMercado.asp>>. Acesso em: 15 ago. 2006.

governança corporativa” que as empresas passam a adotar, em função do maior grau de segurança oferecido pelos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade maior das informações econômico-financeiras prestadas pelas companhias. As regras para a entrada no novo mercado estabelecem, entre outras, que as empresas devem possuir capital social composto exclusivamente por ações ordinárias, além de ampliar os direitos dos acionistas (como por exemplo, a extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia, o que é conhecido como *tag along*); melhorar a qualidade das informações prestadas pelas companhias para o mercado (como por exemplo, publicação da DFC e de demonstrações contábeis de acordo com as normas de contabilidade dos Estados Unidos ou de acordo com as normas IFRS emitidas pelo IASB); promover a dispersão acionária e resolver conflitos societários na Câmara de Arbitragem do Mercado, instituída pela BOVESPA.

Tendo sido definidos os níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA, deve-se atentar para o fato de que o IBGC considera a transparência um dos princípios básicos de gestão das empresas que optam por boas práticas de governança corporativa. Além disso, Lopes (2004) destaca que os mecanismos de governança corporativa funcionam como instrumentos de correção dos problemas de conflito de agência e de assimetria informacional.

Por sua vez, o deputado federal Armando Monteiro, no relatório²¹ em que ele, na condição de relator, justifica o acolhimento ou não das emendas apresentadas ao Projeto de Lei 3.741/2000 na Comissão de Finanças e Tributação da Câmara dos Deputados, argumenta que a obrigatoriedade de publicação da DVA, junto com outros fatores, contribui para o aumento da transparência das demonstrações contábeis das empresas, além de servir de instrumento de redução de assimetria informacional, o que reduziria os custos de transação, em especial os associados com a captação de novos recursos e de obtenção de capital de giro.

Sendo assim, é possível entender que a publicação da DVA por parte das empresas caracterize uma prática recomendada de governança corporativa, o que justifica as duas últimas questões de pesquisa acima propostas.

²¹ Disponível em: <<http://www.camara.gov.br/sileg/MostrarIntegra.asp?CodTeor=373704>> Acesso em: 22 jun. 2006.

1.3 Objetivo geral e objetivos específicos

O objetivo geral do presente trabalho é determinar se o valor adicionado líquido para distribuição, evidenciado na DVA das companhias abertas que publicam a demonstração, possui conteúdo informacional, ou seja, é relevante para os investidores da BOVESPA.

Já os objetivos específicos são os seguintes:

- a) Descrever o conceito de valor adicionado, apresentando o entendimento contábil e o econômico sobre ele, de forma a possibilitar a detecção de possíveis divergências e convergências entre os conceitos;
- b) Apresentar a DVA, com sua forma de elaboração, seus possíveis usos e limitações;
- c) Demonstrar, no contexto internacional, trabalhos que tenham a DVA como objeto de pesquisa;
- d) Discorrer sobre a utilização da DVA no contexto brasileiro.

1.4 Aspectos metodológicos

Segundo a literatura que versa sobre os aspectos metodológicos da elaboração de trabalhos e pesquisas científicas, é necessário seguir uma linha lógica de raciocínio, com passos bem definidos a serem observados, de modo que o trabalho final tenha a qualidade desejada. Dentro dessa linha de raciocínio, Andrade (1999) destaca que o processo científico é composto pela hierarquização das abordagens, métodos e técnicas de pesquisa.

Soares (2003) observa que os trabalhos científicos podem se valer de abordagens qualitativas ou quantitativas. Andrade (1999) discorre que as abordagens qualitativas normalmente se configuram como abordagens teóricas e são comumente encontradas nas ciências históricas, filosóficas ou teológicas. Soares (2003) caracteriza as abordagens quantitativas, relacionando-as com a quantificação de dados obtidos mediante pesquisa. De acordo com Andrade (1999), as abordagens quantitativas são baseadas em observações ou experimentações, sendo comumente encontradas nas ciências sociais, físico-químicas e psicológicas, entre outras áreas. Soares (2003) destaca que as abordagens quantitativas demandam o emprego de recursos e técnicas estatísticas que, dependendo do grau de complexidade do problema pesquisado, podem variar desde o simples cálculo de uma média até análises mais complexas como o coeficiente de correlação, análise de variância e análise de regressão.

Andrade (1999) salienta que dentro da abordagem quantitativa destacam-se os estudos de natureza empírico-analíticos. Gilberto Martins (2000, p. 26) define os trabalhos dessa natureza como formas de estudo “[...] que apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativos [...]”, de tal forma que privilegiam estudos práticos, tendo “[...] forte preocupação com a relação causal entre variáveis [...]”, em que a “[...] validação da prova científica é buscada através de testes dos instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais”.

Por conta do exposto, o presente trabalho emprega abordagem quantitativa de natureza empírico-analítica para atingir o objetivo primordial proposto.

Antes de caracterizar o método de pesquisa utilizado, cabe definir o que vem a ser método. Para Soares (2003, p.14), método é “[...] um conjunto de processos mediante os quais se torna possível chegar ao conhecimento de algo”. Adiante o autor destaca que o método de pesquisa depende do objeto (tema) de pesquisa, do problema que se propõe resolver e do objetivo da pesquisa.

No presente trabalho utiliza-se o método hipotético-dedutivo como método de pesquisa. Soares (2003) discorre que nesse método o que se busca é a construção de conjecturas, as quais devem ser submetidas a testes, a fim de se determinar quais hipóteses são adequadas e resistem às tentativas de refutação e falseamento. O método hipotético-dedutivo pode ser dividido em quatro etapas:

- a) O conhecimento prévio;
- b) A formulação do problema;
- c) A elaboração de conjecturas;
- d) O falseamento.

Segundo Soares (2003), o problema surge de conflitos frente a expectativas e teorias já existentes; a conjectura consiste na solução proposta para o problema, ou seja, a hipótese relacionada ao problema, que deve ser passível de teste (empírico, no caso das abordagens quantitativas). Por sua vez o falseamento consiste em tentativas de refutação da conjectura (hipótese), através de observação e experimentação. Soares (2003, p. 40) conclui afirmando que “[...] se a hipótese não superar os testes, estará falseada, refutada, e exigirá reformulação do problema e da hipótese. Por sua vez, se esta hipótese superar o teste rigoroso, estará confirmada provisoriamente e não definitivamente [...]”, até que novo teste consiga refutá-la. E assim, avança o conhecimento científico.

Relacionado ao método de pesquisa encontram-se os procedimentos, que, de acordo com Soares (2003, p. 48) consistem na “[...] descrição do modo, da maneira como se procederá a pesquisa”. No presente trabalho os procedimentos utilizados são baseados na manipulação estatística, os quais, segundo Andrade (1999, p. 26), “[...] permite comprovar as relações dos fenômenos entre si, e obter generalizações sobre sua natureza, ocorrência ou significado”. Além disso, se busca a comprovação, mediante testes empíricos, das hipóteses de pesquisa estipuladas em relação ao problema central e às questões auxiliares de pesquisa propostas.

Por fim, como técnica de pesquisa utiliza-se de documentação indireta, conforme definido por Andrade (1999), através do emprego de pesquisa bibliográfica para dar o embasamento teórico necessário para o desenvolvimento do trabalho. Além disso, são utilizadas técnicas de documentação direta extensiva, baseadas na coleta de dados e a posterior elaboração dos testes estatísticos necessários para confirmar (ou não) as hipóteses de pesquisa propostas nesse trabalho. Com isso, espera-se obter os subsídios necessários para responder os problemas auxiliares de pesquisa, bem como o problema de pesquisa principal do presente trabalho.

Os aspectos relacionados à formulação dos modelos estatísticos, necessários para testar as hipóteses de pesquisa, bem como os aspectos relacionados com a coleta e delimitação da amostra de dados do estudo são apresentados com maiores detalhes no Capítulo 3.

1.5 Divisão do trabalho

Em relação ao restante do trabalho, observa-se a seguinte divisão:

No Capítulo 2 é apresentada uma revisão teórica, baseada em pesquisa bibliográfica, acerca os conceitos de valor adicionado, DVA, a DVA no contexto nacional e internacional, bem como são apresentados estudos empíricos que trataram da relevância do valor adicionado para o mercado.

No capítulo 3 é apresentada em detalhes a formulação dos modelos estatísticos utilizados para testar as hipóteses de pesquisa formuladas, bem como é demonstrada a forma como foi feita a coleta e a delimitação da amostra de dados utilizada.

No capítulo 4 são apresentados os resultados dos testes estatísticos realizados, bem como são apresentadas a discussão e análise dos resultados encontrados.

Por fim, no Capítulo 5 são apresentadas as conclusões do trabalho, as limitações do estudo, bem como os possíveis estudos futuros que podem ser desenvolvidos a partir do presente estudo.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Valor adicionado

2.1.1 Introdução

Haller e Stolowy (1998) definem valor adicionado como o incremento na riqueza de uma entidade econômica durante um determinado período.

O termo valor adicionado foi utilizado pela primeira vez em 1790, quando da elaboração do primeiro censo de produção dos Estados Unidos (VAN STADEN, 2003), e deriva do conceito macroeconômico de produto nacional. Já dentro de uma visão microeconômica, “[...] o valor adicionado representa o incremento de valor que se atribui a um bem durante o processo produtivo.” (SANTOS, 2003, p. 27).

Simonsen e Cysne (1995, p. 130) observam que a determinação do produto nacional pode ser feita pelo somatório dos valores adicionados gerados durante um período por todas as unidades produtivas do país, de tal forma que o valor adicionado em uma etapa de produção corresponde “[...] a diferença entre o valor bruto produzido nessa etapa (igual a vendas mais acréscimo de estoques) e os consumos intermediários.” Outros economistas corroboram esses conceitos. Mankiw (1998, p. 16), por exemplo, afirma que o “[...] valor adicionado de uma empresa corresponde ao valor da produção da empresa menos o valor dos bens intermediários que ela compra em outro lugar [...]”, e, ao se somar o valor adicionado de todas as empresas de um país, obtém-se o PIB desse país (STIGLITZ; WALSCH, 2003, p. 94).

Pelo exposto acima, o valor adicionado corresponde à diferença entre os valores de saída do bem produzido pela entidade econômica e os valores de entrada dos insumos básicos. Assim, se uma empresa adquire um bem qualquer por um valor X e o revende por um valor Y , o valor adicionado por ela gerado corresponde a $X - Y$. Supondo agora que uma empresa fabrique um produto que é vendido por \$ 100, sendo que para produzi-lo são consumidos \$ 40 de matérias primas e \$ 30 de mão-de-obra. Ao vender esse produto, a empresa terá um lucro de \$ 30 (\$ 100 de receita de vendas menos \$ 70 de custo do produto vendido); porém, o valor

adicionado por ela gerado será \$ 60, que corresponde à diferença entre o valor de sua produção, que é \$ 100 e o valor dos insumos básicos (nesse caso as matérias primas) de \$ 40.

Ao se considerar o valor adicionado como “[...] a diferença entre o valor da produção e os consumos intermediários (compras a outras empresas) num determinado período [...]” (DE LUCA, 1998, p. 31), deve-se levar em conta o correto conceito de bem intermediário, a fim de distinguir esses dos bens finais. Assim:

[...] valor dos bens finais inclui o valor dos bens intermediários que entram em sua composição. Quando a Ford vende um veículo por US\$ 15.000, nesse preço estão incluídos pneus que custam US\$ 150. Se incluíssemos no cálculo do PIB tanto o valor dos veículos quanto o dos pneus que vêm junto, estaríamos incorrendo em dupla contagem. O mesmo pode ser dito em relação a aço, plástico, vidro e quaisquer outros componentes do veículo. Na verdade, há casos em que alguns bens intermediários são usados na fabricação de outros bens intermediários, de modo que poderíamos ter até tripla ou quádrupla contagem. (STIGLITZ; WALSCH, 2003, p. 93).

Para evitar a dupla contagem, Simonsen e Cysne (1995, p. 129) ensinam que “[...] só se inclui no produto o valor dos bens e serviços finais produzidos durante o período em questão.” Por conta disso, “[...] o minério de ferro que é empregado na fabricação do aço não é computado no produto, sendo tratado como consumo intermediário. Mas o minério de ferro produzido para exportação ou para aumento de estoques é bem final, e como tal entra no cálculo do produto.”

Segundo Gordon (2000, p. 23), “o produto final inclui todos os bens e serviços produzidos no momento (produção corrente) que são vendidos no mercado, mas não revendidos no período de tempo atual ou em curso.” Nessa definição devem ser observados alguns aspectos:

Produzidos no momento. A primeira parte da regra [...] obviamente exclui vendas de quaisquer itens usados, tais como casas ou carros, que não tenham sido produzidos no período em foco [...]. Também exclui qualquer transação em que o dinheiro seja transferido sem qualquer bem ou serviço em troca. Entre os pagamentos de transferência excluídos da renda nacional dos Estados Unidos estão presentes de uma pessoa para outra e “presentes” do governo para as pessoas, como a Previdência Social, os benefícios da assistência social e o seguro desemprego. Também são excluídos ganhos de capital que as pessoas acumulam com o aumento dos preços de seus ativos.
[...]

Vendidos no mercado. A segunda parte da regra [...] significa que medimos o valor do produto final pelos preços de mercado que as pessoas estão dispostas a pagar pelos bens e serviços. Consideramos que um Cadillac proporciona 10.000 vezes mais satisfação do que uma embalagem de lâminas de barbear pelo simples motivo de que ele custa 10.000 vezes mais. Por esse critério exclui-se do PIB o valor do tempo pessoal gasto em atividades que não são vendidas no mercado (tempo gasto para se locomover de casa para o trabalho, para assar um bolo, e assim por diante). Também estão excluídos quaisquer subsídios para custos com poluição do ar e da água, no tratamento de chuva ácida, ou outros produtos derivados do processo de produção para os quais não exista uma referência de custo e sobre os quais não incida nenhum tributo.
[...]

Mas não revendidos. A terceira parte da regra [...] limita ainda mais a aceitabilidade dos itens. Os vários bens e serviços produzidos na economia são usados de duas maneiras diferentes. Alguns bens, como o trigo, são usados principalmente como ingredientes na fabricação de outros bens, no caso, pão. Qualquer bem revendido pelo seu comprador, ao invés de utilizado em seu estado original [...] é denominado bem intermediário [...] O oposto de um bem intermediário é o bem final, aquele que não é revendido. O pão vendido na mercearia é um bem final, usado pelos consumidores, assim como sapatos, roupas, cortes de cabelo, e tudo mais que o consumidor compra diretamente. Somente os bens finais são incluídos no produto final; os bens intermediários não. (GORDON, 2000, p. 23-24).

2.1.2 Aprofundamentos do conceito econômico de valor adicionado

Está claro que o conceito de valor adicionado é derivado do conceito macroeconômico de produto nacional. Entretanto, os economistas consideram uma série de conceitos para o produto nacional:

- a) PIB, Produto Interno Bruto;
- b) PIL, Produto Interno Líquido;
- c) PNB, Produto Nacional Bruto;
- d) PNL, Produto Nacional Líquido.

Segundo Stiglitz e Walsch (2003, p. 91) o PIB consiste no “[...] valor monetário de todos os bens e serviços finais produzidos dentro das fronteiras nacionais durante dado período [...]”, ao passo que o PNB “[...] é composto de bens e serviços produzidos pelo trabalho e capital fornecidos pelos cidadãos residentes no país, quer a produção real ocorra dentro das fronteiras ou em um país estrangeiro.” (GORDON, 2000, p. 27). Assim, por exemplo, o PIB brasileiro considera a produção da GM e da Ford. Já o PNB brasileiro desconsidera as remessas de lucros que essas duas montadoras fazem para suas matrizes nos Estados Unidos. Da mesma forma, o cálculo do PIB brasileiro não considera os resultados auferidos pela Petrobrás em suas subsidiárias estrangeiras, porém o PNB considera as remessas de lucros que essas subsidiárias fazem, por exemplo, vindos da Argentina, para a matriz no Brasil.

Para a determinação do produto líquido deve-se “[...] descontar a depreciação do capital utilizado no esforço de produção num determinado período.” (FEIJÓ *et al.*, 2001, p. 23-24). Entretanto, “[...] o cálculo rigoroso da depreciação do estoque de capital de um país é praticamente impossível de ser realizado, e assim, várias simplificações são feitas.” Por conta disso, existe uma maior propensão em se “[...] aceitar o cálculo do produto, renda e despesa

em termos brutos [...]”, apesar de que a medida dos produtos “[...] em termos líquidos é mais relevante para se acompanhar a evolução da economia.” (FEIJÓ *et al.*, 2001, p. 24).

Santos (2003, p. 31) demonstra a relação entre os conceitos de PIB, PNB e PNL:

Produto Interno Bruto deve ser entendido como o resultado da atividade econômica de um país, considerando apenas a riqueza gerada dentro de seus próprios limites geográficos. Das operações realizadas com outros países, através de importações, exportações, remessas e recebimentos de lucros, pagamentos e recebimentos de *royalties* etc., surge o valor da renda líquida enviada/recebida ao / do exterior, que, adicionada / subtraída ao / do Produto Interno Bruto, resultará no Produto Nacional Bruto. Subtraindo do Produto Nacional Bruto o valor da depreciação, obtém-se o Produto Nacional Líquido.

Ou seja:

$$PNB = PIB \pm RLE$$

E:

$$PNL = PNB - Dep$$

Onde:

- RLE => renda líquida recebida (enviada) do (ao) exterior;
- Dep => depreciação.

Segundo Feijó *et al.* (2001, p. 14), no cálculo do PIB devem ser observados os preços de mercado da produção “[...] de todas as unidades produtoras da economia (empresas públicas e privadas produtoras de bens e prestadoras de serviços, trabalhadores autônomos, governo, etc.) [...]”. Outro aspecto salientado por Feijó *et al.* (2001, p. 14) é que, apesar de abrangente, o cálculo do PIB desconsidera alguns aspectos da atividade econômica, tais como as atividades econômicas não declaradas, que visam sonegar tributos ou são ilegais; a produção de bens e serviços sem valor de mercado, como, por exemplo, os serviços domésticos; as transações que envolvam transferência de bens produzidos em períodos anteriores; a exaustão de recursos naturais não renováveis.

O valor adicionado de uma economia pode ser calculado de três formas:

- a) Ótica do produto => nesse caso o PIB corresponde ao “[...] ao valor bruto da produção de todas as unidades residentes no país, diminuída [...] dos bens e serviços adquiridos de terceiros para essa produção.” (DE LUCA, 1998, p. 53). Esse resultado também é

denominado de Valor Adicionado e sua função é remunerar os fatores básicos de produção sob a forma de salários, aluguéis, juros e lucros;

- b) Ótica da renda => aqui o PIB se iguala à RIB, Renda Interna Bruta, que “[...] representa a remuneração total dos fatores de produção de todas as unidades produtivas da economia.” (FEIJÓ *et al.*, 2001, p. 15);
- c) Ótica da despesa=> o PIB se iguala à DIB, Despesa Interna Bruta, que “[...] representa o total dos gastos dos agentes econômicos em consumo de bens e serviços nacionais e importados, em investimento para ampliação de capacidade produtiva ou manutenção do equipamento.” (FEIJÓ *et al.*, 2001, p. 15). De acordo com Stiglitz e Walsch (2003, p. 93), é obtido da seguinte forma:

$$PIB = C + I + G + X - M$$

Onde:

- C => consumo;
- I => investimento;
- G => aquisições do governo;
- X => exportações;
- M => importações.

Segundo Mankiw (1998, p. 20), a função acima é denominada identidade macroeconômica básica, em que:

- a) Consumo => refere-se aos bens e serviços comprados pelas famílias, podendo ser bens de consumo duráveis (automóveis, eletrodomésticos), bens de consumo não duráveis (alimentos, peças de vestuário etc.) e serviços (médicos, dentistas, TV a cabo, *internet*, etc.);
- b) Investimentos => correspondem às aquisições de bens para uso futuro, podendo ser investimentos habitacionais (aquisição de novas, **e tão somente novas residências**), investimentos não habitacionais (aquisição de máquinas, construção de novas fábricas, novas instalações), bem como os investimentos em estoques;
- c) Aquisições do governo => são os bens e serviços adquiridos pelo governo, em todas as esferas (federal, estadual e municipal), incluindo os gastos militares, a construção de obras de infra-estrutura e os serviços prestados pelos funcionários públicos, excluindo,

entretanto, as transferências de recursos para pessoas físicas por conta de benefícios de seguridade social (aposentadoria, auxílio-doença, seguro-desemprego, etc.) ou quaisquer outros benefícios sociais (no caso brasileiro a bolsa-família);

- d) Exportações e importações => representam as transações comerciais com outros países, devendo ser apresentadas pelo saldo líquido da balança comercial.

2.1.3 Conceito contábil de valor adicionado

Assim como o conceito econômico, o conceito contábil de valor adicionado também corresponde à diferença entre os valores de saída do produto da entidade econômica e os valores de entrada dos insumos básicos. A diferença, nesse caso, reside na forma de mensuração desses valores de saída e de entrada. De acordo com Santos (2003), contabilmente se considera o valor adicionado gerado por uma empresa como a diferença entre a receita de vendas e o custo dos insumos adquiridos de terceiros (matérias primas constantes do custo dos produtos vendidos ou o próprio custo das mercadorias vendidas).

Com base na argumentação apresentada por Morley (1979), o resultado contábil de uma empresa consiste no seguinte:

$$RC = RV - IB - S - DF - T - Dep$$

Onde:

- RC => resultado contábil (lucro ou prejuízo), em que $RC = Div + LR$, sendo que *Div* representam os dividendos pagos ou provisionados para os sócios / acionistas e *LR* representa os lucros retidos;
- RV => receita de vendas;
- IB => insumos básicos adquiridos de terceiros vendidos no período;
- S => salários e encargos sociais;
- DF => despesas financeiras;
- T => impostos e taxas;
- Dep => depreciação, amortização e exaustão.

A função acima pode ser reescrita em função dos lucros retidos (MORLEY, 1979, p. 619):

$$LR = RV - IB - S - DF - T - Dep - Div$$

Onde:

- LR => lucros retidos;
- RV => receita de vendas;
- IB => insumos básicos adquiridos de terceiros vendidos no período;
- S => salários e encargos sociais;
- DF => despesas financeiras;
- T => impostos e taxas;
- Dep => depreciação, amortização e exaustão;
- Div => dividendos pagos ou provisionados para sócios / acionistas.

Rearranjando os termos da equação acima, têm-se a equação do valor adicionado contábil (MORLEY, 1979, p. 619):

$$RV - IB - Dep = S + DF + T + Div + LR$$

Onde:

- RV => receita de vendas;
- IB => insumos básicos adquiridos de terceiros vendidos no período;
- Dep => depreciação, amortização e exaustão;
- S => salários e encargos sociais;
- DF => despesas financeiras;
- T => impostos e taxas;
- Div => dividendos pagos ou provisionados para sócios / acionistas;
- LR => lucros retidos;

A equação acima apresenta o de valor adicionado pelo conceito de valor adicionado líquido (*net value added*).

Outra possibilidade de cálculo do valor adicionado apresentada por Morley (1979, p. 619) consiste no conceito de valor adicionado bruto (*gross value added*), em que a depreciação é considerada como uma distribuição de valor adicionado²²:

$$RV - IB = S + DF + T + Div + LR + Dep$$

Onde:

- RV => receita de vendas;
- IB => insumos básicos adquiridos de terceiros vendidos no período;
- S => salários e encargos sociais;
- DF => despesas financeiras;
- T => impostos e taxas;
- Div => dividendos pagos ou provisionados para sócios / acionistas;
- LR => lucros retidos;
- Dep => depreciação, amortização e exaustão;

Deve-se observar que nas duas últimas equações acima, o lado esquerdo da igualdade (RV-IB-Dep) ou (RV-IB) corresponde ao conceito macroeconômico de valor adicionado sob a ótica do produto, ou seja, PIL ou PIB, respectivamente. Já o lado direito da equação (S+DF+T+Div+LR) ou (S+DF+T+Div+LR+Dep) corresponde ao conceito macroeconômico de valor adicionado sob a ótica da renda (RIL ou RIB, respectivamente).

²² Segundo Santos (2003, p. 48) esse tratamento é predominante de apresentação da DVA na França e Reino Unido. Ainda de acordo com Santos (2003, p. 48), a classificação da depreciação na DVA é um dos itens mais polêmicos em relação à elaboração da demonstração, pois pode ser classificada de três formas. A primeira consiste em tratar a depreciação como um elemento que constitui o valor adicionado, e assim, passa a constituir distribuição de valor adicionado. É o que se faz quando se utiliza o conceito de *Gross Value Added*. A segunda forma consiste na consideração da depreciação como um elemento adquirido de terceiros. Essa é o procedimento quando se utiliza o conceito de *Net Value Added*, sendo essa a forma utilizada no Brasil. A terceira possibilidade consiste pura e simplesmente em sua não apresentação nem no cálculo do valor adicionado, nem na distribuição do valor adicionado. Maiores detalhamentos podem ser encontrados em Santos (2003).

2.1.4 Conciliação entre os conceitos contábil e econômico de valor adicionado

Nas seções anteriores foi demonstrado que o conceito de valor adicionado é único, e corresponde à agregação de valor que acontece em cada etapa do processo produtivo de um sistema econômico, sendo que as diferenças entre os conceitos contábil e econômico estão na forma de mensuração e no momento de apuração do valor adicionado.

No Brasil o IBGE, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, para finalidades de cálculo do PIB, considera que o valor adicionado corresponde “[...] à diferença entre o valor da produção e o consumo intermediário.” (DE LUCA, 1998, p. 66), sendo que o valor da produção corresponde ao que foi fabricado pela empresa em um período e o consumo intermediário corresponde “[...] aos custos diretamente envolvidos na operação da empresa, com exceção dos salários e encargos, e aos custos indiretos de operação (despesas administrativas, financeiras, comerciais e gerais) excluindo aquelas relacionadas à depreciação, amortização, e exaustão, aos salários e encargos e aos impostos e taxas.” (DE LUCA, 1998, p. 66).

Já a contabilidade considera o valor adicionado bruto a diferença entre a receita de vendas da empresa e os insumos e serviços adquiridos de terceiros que fazem parte do custo das mercadorias, produtos ou serviços vendidos.

Em relação à diferença entre os conceitos, Santos (2003, p. 32) observa:

Apenas para exemplificar uma possível diferença: imagine-se uma empresa que, em determinado período, não consiga realizar uma venda sequer. Dentro do conceito contábil, nesse período, o valor adicionado por essa empresa, isto é, a riqueza gerada e distribuída por ela, seria igual a zero. Nesse aspecto, o conceito econômico é mais consistente que o contábil e apresentaria como valor adicionado, dentro dos critérios do conceito de produção, a diferença entre o valor de mercado e os insumos pagos a terceiros no processo produtivo.

Por outro lado, se uma empresa não produzir nada em um período, mas vender estoques produzidos em períodos anteriores, sob o ponto de vista econômico não há geração de valor adicionado, mas sob a ótica contábil sim.

Apesar dessas diferenças, é possível fazer a conciliação dos conceitos de valor adicionado:

Quadro 1 - Conciliação entre os conceitos contábil e econômico de valor adicionado

<u>Conceito econômico</u>	<u>que corresponde ao</u>	<u>Conceito contábil</u>
Valor da produção		Receita de vendas
(-) Consumo intermediário		(-) Insumos e serviços adquiridos de terceiros
(=) Produto Interno Bruto		(=) Valor adicionado bruto

O passo seguinte consiste em determinar o valor da produção a partir dos dados contábeis:

Quadro 2 - Conciliação entre a receita bruta de vendas e o valor da produção

Receita bruta de vendas do período
(-) Receita bruta de vendas decorrente da produção anterior
(+) Produção do período em estoque (produtos acabados)
(+) Produção em processo (produtos em elaboração)
(=) Produção do período

FONTE: DE LUCA, 1999, p. 67, com adaptações.

A receita bruta de vendas decorrente da produção anterior consiste na venda em um determinado período dos estoques produzidos e não vendidos em períodos anteriores. Já os estoques de produtos acabados e de produtos em elaboração devem ser considerados pelos seus preços de venda. Nesse caso, a dificuldade surge na determinação do preço de venda de um produto ainda não finalizado. A saída consiste em atribuir sobre o preço de venda o percentual de conclusão do produto. Assim, supondo um produto qualquer, que é vendido pela empresa por \$ 100 e encontra-se 60% finalizado, seria considerado o valor de \$ 60.

Para fazer a conciliação entre o consumo intermediário e os insumos e serviços adquiridos de terceiros é necessário verificar, a partir dos dados da contabilidade, qual o valor desses insumos que foram utilizados na produção do período.

No caso das indústrias, deve-se ter o cuidado de considerar apenas o valor das matérias primas e dos outros custos indiretos de fabricação (com exceção dos custos com mão-de-obra indireta e depreciação) que compõem o valor do custo dos produtos vendidos:

Quadro 3 - Conciliação entre os insumos e serviços adquiridos de terceiros e o consumo intermediário - empresa industrial

Matérias-primas que compõem o CPV do que foi produzido e vendido no período
 (-) Matérias-primas que compõem o valor do CPV de produtos produzidos em períodos anteriores
 (+) Matérias-primas que compõem o estoque de produtos acabados
 (+) Matérias-primas que compõem o estoque de produtos em elaboração
 (=) Matérias-primas consumidas no período (consumo intermediário)

FONTE: DE LUCA, (1998, p. 67), com adaptações.

No quadro acima foi demonstrada a conciliação para as matérias primas que fazem parte do custo dos produtos vendidos. Para os demais custos indiretos de fabricação (com exceção dos custos com mão-de-obra e depreciação), o raciocínio é o mesmo.

Entende-se que, para as empresas prestadoras de serviços, os procedimentos a serem observados sejam semelhantes aos acima descritos.

Por fim, no caso de empresas comerciais (e mesmo empresas industriais ou prestadoras de serviços que adquirem mercadorias para posterior revenda), deve-se considerar, para finalidades de conciliação, o valor do custo das mercadorias vendidas:

Quadro 4 - Conciliação entre os insumos e serviços adquiridos de terceiros e o consumo intermediário – empresa comercial

Custo das Mercadorias Vendidas
 (-) Custo das Mercadorias Vendidas adquiridas em períodos anteriores
 (+) Mercadorias em estoque para revenda
 (=) Mercadorias consumidas no período (consumo intermediário)

Para exemplificar as conciliações acima, considere o exemplo da Companhia Curitiba, que apresentou os dados abaixo para três períodos sucessivos²³:

a) Dados de T0:

- Estoque inicial de produtos acabados: zero;
- Quantidade vendida: zero;
- Estoque final de produtos acabados: 10 unidades a um custo de fabricação de \$ 50, sendo \$ 20 de matérias-primas, \$ 10 de mão-de-obra direta e \$ 20 de custos indiretos de fabricação (\$ 10 de depreciação e \$ 10 de outros custos);
- Não há estoques iniciais e finais de produtos em elaboração;

b) Dados de T1:

- Estoque inicial de produtos acabados: 10 unidades a um custo de fabricação de \$ 50, sendo \$ 20 de matérias-primas, \$ 10 de mão-de-obra direta e \$ 20 de custos indiretos de fabricação (\$ 10 de depreciação e \$ 10 de outros custos);
- O estoque inicial de produtos acabados, produzido no período anterior, foi totalmente vendido nesse período;
- Quantidade vendida: 20 unidades a um preço unitário de \$ 100;
- Estoque final de produtos acabados: 15 unidades a um custo de fabricação de \$ 50, sendo \$ 20 de matérias-primas, \$ 10 de mão-de-obra direta e \$ 20 de custos indiretos de fabricação (\$ 10 de depreciação e \$ 10 de outros custos);
- Não há estoques iniciais e finais de produtos em elaboração;

c) Dados de T2:

- Estoque inicial de produtos acabados: 15 unidades a um custo de fabricação de \$ 50, sendo \$ 20 de matérias-primas, \$ 10 de mão-de-obra direta e \$ 20 de custos indiretos de fabricação (\$ 10 de depreciação e \$ 10 de outros custos);
- O estoque inicial de produtos acabados, produzido no período anterior, foi totalmente vendido nesse período;
- Quantidade vendida: 15 unidades a um preço unitário de \$ 100;
- Estoque final de produtos acabados: zero;
- Não há estoques iniciais e finais de produtos em elaboração;

²³ Para efeitos de simplificação, não há a incidência de tributos.

Abaixo são apresentadas a DRE, Demonstração do Resultado do Exercício, e as informações sobre os estoques iniciais e finais para cada um dos períodos:

Tabela 1 - DRE e informações de estoques da Companhia Curitiba para o período T0

ITEM	QUANTIDADE	VALOR	
		Unitário	Total
Receita bruta de vendas			
(-) Custo dos produtos vendidos (CPV)			
Matérias-primas			
Mão-de-obra direta			
Depreciação			
Outros custos de fabricação			
(=) Lucro bruto			
Estoque inicial			
Matérias-primas			
Mão-de-obra direta			
Depreciação			
Outros custos de fabricação			
Estoque final	10	50,00	500,00
Matérias-primas		20,00	200,00
Mão-de-obra direta		10,00	100,00
Depreciação		10,00	100,00
Outros custos de fabricação		10,00	100,00

Tabela 2 - DRE e informações de estoques da Companhia Curitiba para o período T1

ITEM	QUANTIDADE	VALOR	
		Unitário	Total
Receita bruta de vendas	20	100,00	2.000,00
(-) Custo dos produtos vendidos (CPV)	20	50,00	1.000,00
Matérias-primas		20,00	400,00
Mão-de-obra direta		10,00	200,00
Depreciação		10,00	200,00
Outros custos de fabricação		10,00	200,00
(=) Lucro bruto			1.000,00
Estoque inicial	10	50,00	500,00
Matérias-primas		20,00	200,00
Mão-de-obra direta		10,00	100,00
Depreciação		10,00	100,00
Outros custos de fabricação		10,00	100,00
Estoque final	15	50,00	750,00
Matérias-primas		20,00	300,00
Mão-de-obra direta		10,00	150,00
Depreciação		10,00	150,00
Outros custos de fabricação		10,00	150,00

Tabela 3 - DRE e informações de estoque da Companhia Curitiba para o período T2

ITEM	QUANTIDADE	VALOR	
		Unitário	Total
Receita bruta de vendas	15	100,00	1.500,00
(-) Custo dos produtos vendidos	15	50,00	750,00
Matérias-primas		20,00	300,00
Mão-de-obra direta		10,00	150,00
Depreciação		10,00	150,00
Outros custos de fabricação		10,00	150,00
(=) Lucro bruto			750,00
Estoque inicial	15	50,00	750,00
Matérias-primas		20,00	300,00
Mão-de-obra direta		10,00	150,00
Depreciação		10,00	150,00
Outros custos de fabricação		10,00	150,00
Estoque final			
Matérias-primas			
Mão-de-obra direta			
Depreciação			
Outros custos de fabricação			

Ao se utilizar os conceitos contábeis de apuração do valor adicionado, constata-se que no período T0 a empresa não apresentou valor adicionado, pois não ocorreram vendas nesse período. Já a DVA para os períodos T1 e T2 estão apresentadas abaixo:

Tabela 4 – DVA da Companhia Curitiba para o período T1 – conceitos contábeis

ITEM	QUANTIDADE	VALOR	
		Unitário	Total
Receita de vendas	20	100,00	2.000,00
(-) Insumos adquiridos de terceiros			600,00
Matérias-primas	20	20	400,00
Outros insumos adquiridos de terceiros	20	10	200,00
(=) Valor adicionado bruto			1.400,00

Tabela 5 - DVA da Companhia Curitiba para o período T2 – conceitos contábeis

ITEM	QUANTIDADE	VALOR	
		Unitário	Total
Receita de vendas	15	100,00	1.500,00
(-) Insumos adquiridos de terceiros			450,00
Matérias-primas	15	20	300,00
Outros insumos adquiridos de terceiros	15	10	150,00
(=) Valor adicionado bruto			1.050,00

A análise conjunta dos três períodos demonstra que a geração total do valor adicionado bruto da empresa é de \$ 2.450 (\$0 em T0, \$ 1.400 em T1, e \$ 1.050 em T2).

A seguir é demonstrada a DVA de acordo com os conceitos econômicos (utilizados para o cálculo do PIB) para cada um dos três períodos:

Tabela 6 - DVA da Companhia Curitiba para o período T0 - conceitos econômicos

ITEM	QUANTIDADE	VALOR	
		Unitário	Total
Produção do período			
Receita de vendas do período	-		-
(-) Receita de vendas decorrentes da produção anterior	-		-
(+) Produção do período em estoque – produtos acabados	10	100,00	1.000,00
(=) Produção do período (a)	10		1.000,00
(-) Consumo intermediário (b)			300,00
Matérias-primas (MP)			
MP que compõem o CPV do que foi produzido e vendido no período	-		-
(-) MP que compõem o valor do CPV de produtos produzidos em períodos anteriores	-		-
(+) MP que compõem o estoque de produtos acabados	10	20,00	200,00
(=) MP consumidas no período (consumo intermediário)	10		200,00
Custos indiretos de fabricação (CIF)			
CIF que compõem o CPV do que foi produzido e vendido no período	-		-
(-) CIF que compõem o valor do CPV de produtos produzidos em períodos anteriores	-		-
(+) CIF que compõem o estoque de produtos acabados	10	10,00	100,00
(=) CIF consumidos no período (consumo intermediário)	10		100,00
(=) Valor adicionado bruto (a-b)			700,00

Tabela 7 - DVA da Companhia Curitiba para o período T1 - conceitos econômicos

ITEM	QUANTIDADE	VALOR	
		Unitário	Total
Produção do período			
Receita de vendas do período	20	100,00	2.000,00
(-) Receita de vendas decorrentes da produção anterior	(10)	100,00	(1.000,00)
(+) Produção do período em estoque – produtos acabados	15	100,00	1.500,00
(=) Produção do período (a)	25		2.500,00
(-) Consumo intermediário (b)			750,00
Matérias primas (MP)			
MP que compõem o CPV do que foi produzido e vendido no período	20	20,00	400,00
(-) MP que compõem o valor do CPV de produtos produzidos em períodos anteriores	(10)	20,00	(200,00)
(+) MP que compõem o estoque de produtos acabados	15	20,00	300,00
(=) MP consumidas no período (consumo intermediário)	25		500,00
Custos indiretos de fabricação (CIF)			
CIF que compõem o CPV do que foi produzido e vendido no período	20	10,00	200,00
(-) CIF que compõem o valor do CPV de produtos produzidos em períodos anteriores	(10)	10,00	(100,00)
(+) CIF que compõem o estoque de produtos acabados	15	10,00	150,00
(=) CIF consumidas no período (consumo intermediário)	25		250,00
(=) Valor adicionado bruto (a-b)			1.750,00

Tabela 8 - DVA da Companhia Curitiba para o período T2 - conceitos econômicos

ITEM	QUANTIDADE	VALOR	
		Unitário	Total
Produção do período			
Receita de vendas do período	15	100,00	1.500,00
(-) Receita de vendas decorrentes da produção anterior	(15)	100,00	(1.500,00)
(+) Produção do período em estoque – produtos acabados	-		-
(=) Produção do período (a)	-		-
(-) Consumo intermediário (b)			-
Matérias primas (MP)			
MP que compõem o CPV do que foi produzido e vendido no período	15	20,00	300,00
(-) MP que compõem o valor do CPV de produtos produzidos em períodos anteriores	(15)	20,00	(300,00)
(+) MP que compõem o estoque de produtos acabados	-		-
(=) MP consumidas no período (consumo intermediário)	-		-
Custos indiretos de fabricação (CIF)			
CIF que compõem o CPV do que foi produzido e vendido no período	15	10,00	150,00
(-) CIF que compõem o valor do CPV de produtos produzidos em períodos anteriores	(15)	10,00	(150,00)
(+) CIF que compõem o estoque de produtos acabados	-		-
(=) CIF consumidas no período (consumo intermediário)	-		-
(=) Valor adicionado bruto (a-b)			-

De acordo com os conceitos econômicos de apuração do valor adicionado a empresa não apresentou geração de valor adicionado no período T2, uma vez que nada produziu, apenas vendeu os estoques de produção do período anterior.

A análise conjunta dos três períodos demonstra que a geração total do valor adicionado bruto da empresa é de \$ 2.450 (\$700 em T0, \$ 1.750 em T1, e \$ 0 em T2).

Apesar de existirem diferenças entre o valor adicionado “econômico” e o valor adicionado “contábil” ao se analisar cada um dos três períodos de forma isolada, constata-se que, ao se analisar a geração total de valor adicionado dos três períodos em conjunto, os valores são exatamente o mesmo nos dois conceitos. Essa igualdade de valores no total dos três períodos ocorreu porque não existiam estoques iniciais de produtos acabados em T0 e nem estoque final de produtos acabados em T2, logo, a produção conjunta dos três períodos foi totalmente vendida durante os três períodos. Assim, a não existência dos estoques iniciais e finais faz com que o valor adicionado “econômico” seja igual ao valor adicionado “contábil”. Essa constatação, mais a premissa de que tudo o que uma empresa produz (ou adquire para revenda) em um período **normalmente** será vendido no próprio período ou em períodos posteriores conduz ao raciocínio que, ao longo da existência da empresa, as diferenças entre o valor adicionado calculado de acordo com os conceitos contábil e econômico tendem a ser momentâneas, e mais ainda, que essas diferenças sejam estatisticamente nulas, ou até mesmo algebricamente nulas.

2.2 A demonstração do valor adicionado

2.2.1 Aspectos gerais

Segundo De Luca (1998, p. 28), a DVA “[...] é um relatório contábil que visa demonstrar o valor da riqueza gerada pela empresa e a distribuição para os elementos que contribuíram para sua geração.”

A Resolução CFC 1010/2005, que instituiu a NBC T 3.7, destaca que a “Demonstração do Valor Adicionado é a demonstração contábil destinada a evidenciar, de forma concisa, os dados e as informações do valor da riqueza gerada pela entidade em determinado período e sua distribuição.”

Para a elaboração da DVA devem ser observados os Princípios Fundamentais de Contabilidade, sendo que os dados necessários para a sua elaboração, em sua grande maioria, são extraídos da DRE (SANTOS, 2003, p. 35).

Na verdade, a DRE e a DVA são relatórios contábeis bastante similares, haja vista partirem do total das receitas, efetuarem deduções até chegarem a um resultado, lucro (ou prejuízo) no caso da DRE, valor adicionado líquido para distribuição no caso da DVA.

A diferença que existe entre as duas demonstrações é enfoque dado. Na DRE, o que se busca é demonstrar o lucro líquido, logo, ela é dirigida principalmente para os proprietários (sócios ou acionistas) da empresa. Já na DVA o que se busca é demonstrar a geração de riqueza e a contribuição da empresa para a economia como um todo do país, assim, ela é dirigida para um grupo muito maior de *stakeholders*, além dos proprietários. Para resumir, pode-se afirmar que a DRE apresenta o resultado contábil, que é, no fundo, o retorno atribuível aos proprietários, enquanto a DVA apresenta o valor adicionado, que é o retorno atribuível a todos os provedores de capital e trabalho, além do governo (MORLEY, 1979, p. 623).

2.2.2 Usos da DVA

A literatura que trata da DVA sugere os seguintes usos para as informações que podem ser extraídas da demonstração:

- a) Mensuração e divulgação da riqueza criada por uma entidade;
- b) Redução de conflitos de agência e de assimetria informacional;
- c) Ferramenta de diagnóstico e projeção;
- d) Ferramenta de gestão e comunicação.

2.2.2.1 Mensuração e divulgação da riqueza criada por uma entidade

Segundo Meek e Gray (1988, p. 77), a informação do valor adicionado gerado por uma empresa é útil para uma série de *stakeholders*, pois ela somente conseguirá manter pagamentos de salários, tributos, juros e dividendos se criar riqueza. Além disso, para o público geral, a DVA ilustra melhor que a DRE a função empresarial de produzir bens e serviços e criar riqueza para a sociedade.

Como ferramenta de mensuração de resultados, a DVA é sugerida para entidades sem fins lucrativos (RICHMOND *et al.*, 2003) e para instituições de ensino (MAZZIONI; TINOCO, 2005). Outra aplicação sugerida para a DVA é o seu emprego alternativo à DRE nos países islâmicos (BAYDOUN; WILLET, 2000).

Além disso, a DVA relaciona a contabilidade financeira da empresa com a contabilidade nacional (macroeconômica) (MORLEY, 1979), afinal, o valor adicionado gerado por uma entidade é a sua contribuição para a economia como um todo de um país. Assim, a DVA pode servir como ferramenta de auxílio do cálculo do produto nacional de uma nação (McLEAY, 1983; SANTOS, 2003; DE LUCA, 1998).

2.2.2.2 Redução de conflitos de agência e de assimetria informacional

Lopes (2004, p. 172) observa que problemas de assimetria informacional e de conflitos de agência permeiam as atividades desempenhadas pelas organizações modernas de forma bastante profunda, de tal forma que “(...) não se pode ambicionar a um estudo sério das organizações modernas sem a consideração desses dois fatores.” Adiante, o autor defende que a teoria contratual da firma fornece as respostas para a redução dos problemas supracitadas. Segundo ele, na teoria contratual da firma:

[...] a empresa é vista como um conjunto de contratos entre os diversos participantes. Cada participante contribui com algo para a firma e em troca recebe sua parte do bolo. Empregados contribuem com sua força de trabalho e recebem seus salários. Acionistas contribuem com capital e recebem dividendos e ganhos de capital. [...] O governo contribui (ou pelo menos deveria) garantindo a estabilidade institucional e para isso recebe os impostos. Os contratos são de diversas naturezas, dependendo da relação entre os interessados. Muitos desses contratos não são explícitos e não possuem nenhum tipo de estrutura forma [sic]. O importante é estabelecer que qualquer relação estabelecida entre a firma e seus agentes é feita por intermédio de um ou outro tipo de contrato. (LOPES, 2004, p. 173).

Tendo em vista a definição acima, pode-se entender a DVA como uma demonstração contábil amplamente coerente com a teoria contratual da firma, de tal forma que é possível imaginar que a sua divulgação pode desempenhar um importante papel na redução dos conflitos de agência decorrentes de assimetria informacional entre os acionistas e demais *stakeholders* de uma empresa.

Adiante, Lopes (2004, p. 174), ao demonstrar o papel da contabilidade dentro da teoria contratual da firma, observa que essa funciona, de acordo com Sunder (1997), como um instrumento de coordenação dos vários contratos existentes entre os agentes ligados à empresa, e por conta disso, deve:

- a) mensurar a contribuição de cada um dos participantes nos contratos;
- b) mensurar a fatia que cada um dos participantes tem direito no resultado da empresa;
- c) informar os participantes a respeito do grau de sucesso no cumprimento dos contratos;
- d) distribuir informação para todos os potenciais participantes em contratos com a empresa para manter a liquidez de seus fatores de produção;
- e) distribuir algumas informações como conhecimento comum [...] para reduzir o custo da negociação dos contratos.

A passagem acima, mais uma vez, reforça o papel da DVA como ferramenta mediadora dos conflitos de agência e de redução de assimetria informacional. Porém, uma ressalva que se deve fazer é que podem ocorrer conflitos entre *stakeholders* por conta da percepção de que aumento de participação de um grupo é acompanhado da diminuição da participação de outro,

como por exemplo, no caso de ocorrer um aumento da parcela de riqueza atribuível ao governo²⁴ em detrimento da parcela atribuível aos acionistas, ou ainda, aumento da parcela atribuível aos acionistas em detrimento da parcela atribuível aos empregados. Nesse caso, a divulgação da DVA acabaria tendo o efeito inverso da pretendida redução dos conflitos de agência.

Além de sua utilidade como ferramenta de redução dos conflitos de agência e de assimetria informacional, a DVA enfatiza a interdependência entre os *stakeholders* de uma empresa, o que pode levar a uma maior coesão desses, especialmente entre funcionários e a empresa (MEEK; GRAY, 1988), em função do fato de a DVA apresentar, comparativamente à DRE, uma visão mais ampla dos objetivos e responsabilidades da empresa em relação aos funcionários. Morley (1979, p. 620) argumenta que poucos trabalhadores ficam entusiasmados com o objetivo da empresa em maximizar o lucro²⁵ (que, em tese, é destinado para os acionistas), de tal forma que a DRE se apresentaria como uma demonstração de pouco interesse motivacional para os funcionários. Já a DVA, ao apresentar a riqueza gerada e disponível para distribuição entre os *stakeholders*, nos quais se incluem os funcionários, apresentaria um apelo motivacional muito maior. Assim, o conceito de valor adicionado, quando devidamente explicado para os funcionários, pode fazer com que, em tese, esses se sintam mais motivados para o trabalho, mais cooperativos e identificados com os objetivos da empresa. Além desse aspecto motivacional, a DVA também evidencia o quão justa é uma empresa em relação às remunerações pagas para os funcionários, pois permite que esses comparem, ao longo do tempo, e em relação a outras empresas, a sua participação no total da distribuição do valor adicionado (MEEK; GRAY, 1988, p. 78). Outro aspecto da DVA é que ela pode indicar possíveis perspectivas de uma empresa pagar maiores salários no futuro, pois, se são esperados futuros incrementos de valor adicionado, e mantendo-se a constante a participação dos empregados na distribuição do valor adicionado, aumentos de valor adicionado ocasionarão aumentos da massa salarial. Por esses motivos, Van Staden (1998) sugere a utilização da DVA como instrumento de negociação de salários.

²⁴ Cunha *et al.* (2005, p. 14) demonstram que, para uma amostra de 416 empresas brasileiras, no período compreendido entre 1999 e 2003, a participação de pessoal e encargos na distribuição do valor adicionado caiu de 20,1% em 1999 para 14,9% em 2003. Já a participação do governo passou de 37% em 1999 para 48,5% em 2003, e a participação dos acionistas, na forma de dividendos e juros sobre o capital próprio, passou de 4,7% em 1999 para 8,4% em 2003.

²⁵ A não ser, é claro que os funcionários recebam participações sobre os lucros.

Jensen e Meckling (1976) sugerem que estruturas alternativas de remuneração, baseadas principalmente em planos de bonificação por metas atingidas podem contribuir para a redução de conflitos de agência. Nesse sentido, Meek e Gray (1988, p. 78) destacam a utilidade da DVA na implantação de planos de bonificação para gestores e empregados em função do alcance de metas de crescimento do valor adicionado gerado pela empresa. Como o valor adicionado corresponde à geração de riqueza de uma entidade durante um determinado período, têm-se argumentado a utilização do valor adicionado como uma ferramenta para estimar a produtividade de entidades econômicas por conta do uso eficiente de fatores de produção como mão-de-obra e capital. (HALLER; STOLOWY, 1998, p. 27).

2.2.2.3 Ferramenta de diagnóstico e projeção

Van Aswegen *et al.* (2005, p. 86) observam que indicadores de análise gerados a partir das informações da DVA, como por exemplo, o indicador que mede a relação entre o valor adicionado líquido para distribuição e o total do ativo, ou ainda, entre o valor adicionado e a receita bruta, podem ser utilizados como ferramentas de diagnóstico e projeção, da mesma forma que podem servir de parâmetros setoriais contra os quais as empresas podem julgar seu desempenho em relação a seus concorrentes do mesmo setor de atividade. Por exemplo, o indicador que relaciona o valor adicionado à receita da empresa pode indicar a eficiência de uma empresa (RIAH-BELKAOUI, 1992, p. 114; GALIZZO *et al.*, 2002, p. 216). Já Van Staden (1998) destaca o uso de indicadores de desempenho baseados em informações extraídas da DVA na determinação de riscos e retornos futuros, para a verificação de sucesso ou insucesso empresarial e para a estimação de preços futuros das ações. Além disso, a DVA pode ser utilizada por entidades governamentais para a concessão de incentivos fiscais, subsídios ou financiamentos com taxas de juros subsidiadas. Isso por que “[...] entre empresas de igual perspectiva de rentabilidade e risco, melhor seria dar preferência àquela que agregasse mais valor à economia.” (OLIVEIRA; ALVES, 2003, p. 05).

2.2.2.4 Ferramenta de gestão e comunicação

Para Cosenza (2003, p. 16), a DVA possibilita o desenvolvimento de um efetivo sistema de avaliação dos gestores e unidades, além de fornecer dados para a tomada de decisões e o sistema e controle de desempenho. Apesar de citar essas duas utilidades da DVA enquanto ferramenta de gestão, Cosenza (2003) não exemplifica de que forma isso pode ser feito.

A DVA também tem utilidade como ferramenta de comunicação, em relação à divulgação da responsabilidade social da empresa (REICHMANN; LANGE, 1981; LAUBSCHER; SHUTTLEWORTH, 2004), a contribuição da empresa para a economia nacional (McLEAY, 1983; DE LUCA, 1998; SANTOS, 2003), além da comunicação com funcionários e demais *stakeholders* (VAN STADEN, 1998). Segundo Cosenza (2003, p. 16), a DVA tem uma linguagem aceita por todos os seus destinatários e que faz compreensível ao conhecimento de qualquer usuário, evidenciando assim o caráter informativo da demonstração.

Deegan e Hallam (1991) analisaram as razões que levam as empresas a apresentar de forma espontânea a DVA no contexto australiano. Os resultados dos testes desenvolvidos pelos autores sugerem que o tamanho da empresa (em termos de concentração de mercado e lucratividade), o montante de pagamento de tributos e o ramo de atividade ao qual a empresa pertence são razões para a publicação espontânea da DVA. Já a intensividade da mão-de-obra e o retorno do patrimônio líquido não apresentam constituir fatores para a publicação voluntária da DVA pelas companhias abertas australianas.

2.2.3 Limitações da DVA

Da análise da literatura acerca a DVA é possível extrair as seguintes limitações em relação à demonstração:

- a) Pode provocar confusão de conceitos com a DRE;
- b) Pode induzir à maximização errônea do valor adicionado em detrimento à maximização do lucro, sob a ótica de geração de valor para os acionistas;
- c) Falta de padronização;
- d) Aumento de custos.

2.2.3.1 Confusão com a DRE

Morley (1979, p. 624) observa que a inclusão da DVA no conjunto dos relatórios financeiros divulgados periodicamente pelas empresas pode causar confusões e interpretações errôneas, especialmente por parte de usuários não tão familiarizados com a contabilidade, em situações tais como empresa com lucros crescentes e valor adicionado decrescente, ou empresa com valor adicionado positivo e prejuízo, entre outras situações.

2.2.3.2 Indução errônea da maximização do valor

Cosenza (2003, p. 16) observa que a DVA pode levar à tomada de decisões incorretas, sob o ponto de vista de criação de valor para os acionistas, de maximização do valor adicionado, em detrimento dos lucros, o que pode levar à dissipação do valor do capital investido pelos acionistas.

Para ilustrar essa idéia, considere o seguinte exemplo: Uma empresa vende um determinado produto por \$ 200, sendo que para obter esse produto ela tem duas opções. Na primeira adquire-o de um fornecedor por \$ 100. Na segunda, pode produzi-lo internamente e, nesse caso, teria custos com matérias-primas de \$ 80 e mão-de-obra de \$ 70 (para efeitos de simplificação, não há custos indiretos de fabricação). Fica evidente que a opção de adquirir o produto diretamente do fornecedor produz o maior lucro (\$ 100, contra \$ 50 da segunda opção), e por consequência, maximiza o retorno para os acionistas. Entretanto, caso a análise fosse feita em termos de maximização de valor adicionado, a opção de produzir internamente seria a adotada. Isso por que essa opção produz um valor adicionado maior, de \$ 120 (\$ 200 de receita menos \$ 80 de matérias-primas adquiridas de terceiros), contra um valor adicionado de \$ 100 da primeira opção (\$ 200 de receita menos \$ 100 do produto adquirido diretamente do fornecedor). Assim, apesar de a segunda opção apresentar um valor adicionado maior do que a primeira, não deve ser adotada, pois significa maiores desembolsos de caixa e um menor retorno para os acionistas em termos de lucro.

2.2.3.3 Falta de padronização

Como no contexto internacional a DVA, em geral, não é obrigatória, existe grande variedade nos procedimentos de elaboração e, especialmente, de divulgação da demonstração, o que prejudica a análise e a comparabilidade das informações apresentadas (COSENZA, 2003). Haller e Stolowy (1998) demonstram esse problema na França e Alemanha. Nesses países, a DVA não é uma demonstração contábil obrigatória, logo, não há normas de padronização do relatório. No estudo em questão, os autores selecionaram uma amostra composta pelos relatórios financeiros referentes o ano de 1993 das 100 maiores empresas alemãs e das 100 maiores empresas francesas. Das empresas alemãs 26 divulgaram informação do valor adicionado, ao passo que das empresas francesas 19 o fizeram. Das empresas alemãs, uma divulgou na forma de informação textual, 10 na forma de gráficos e 15 na forma de cálculos (a DVA em si). Das empresas francesas, duas divulgaram na forma de informação textual, 15 na forma de cálculo e duas como parte dos *highlights* financeiros, no relatório da administração.

No caso brasileiro esse problema não é relevante, pois existe uma norma de contabilidade que trata da elaboração e publicação da DVA, emitida pelo CFC no ano de 2005. Além disso, as sociedades anônimas abertas que publicam a demonstração, em sua grande maioria, utilizam o modelo proposto pela FIPECAFI, seguindo, dessa forma, uma orientação da CVM.

2.2.3.4 Aumento de custos

A inclusão da DVA nos relatórios financeiros acarreta aumento de trabalho, por consequência, pode provocar um aumento de custos (com mão-de-obra especializada, para a sua publicação, auditoria, etc.). Nesse caso, a questão crucial é determinar se os benefícios advindos da divulgação da demonstração superam os custos necessários para tal finalidade. Essa parece ser uma questão que merece investigação futura.

2.3 A DVA no contexto internacional

2.3.1 Aspectos gerais

Van Staden (2003, p. 228) escreve que o primeiro trabalho ligando o conceito econômico de valor adicionado à contabilidade foi escrito por Soujanen (1954), que, segundo Purdy (1983), sugeriu que as empresas elaborassem a DVA, sob o enfoque da produção, de forma suplementar à DRE.

Porém a tentativa mais estruturada de introdução da DVA como demonstração contábil a ser apresentada pelas empresas aconteceu em 1975, na Inglaterra, quando o ASSC, *Accounting Standards Steering Committee*²⁶, do *The Institute of Chartered Accountants of England and Wales* publicou o *Corporate Report*, no qual, entre outras recomendações, sugeriu que as empresas publicassem a DVA junto com as demais demonstrações contábeis. Observe-se que se tratava de uma sugestão para publicação e não uma obrigação de publicação. Segundo Meek e Gray (1988, p. 73) a idéia do ASSC era que a DVA complementasse a DRE, e não a substituísse, como alguns poderiam imaginar. Por conta disso, a partir de 1977 um número cada vez maior de empresas passou a publicar a demonstração, atingindo um pico em 1980, quando cerca de 30% das empresas inglesas publicaram-na (JONES, 1996). A partir daí ocorreu um declínio no número de empresas que publicavam a DVA, sendo que uma das causas desse declínio foi a mudança de governo ocorrida na Inglaterra em 1979, quando os trabalhistas saíram do poder e deram lugar aos conservadores, sob liderança de Margareth Thatcher (BURCHELL *et al.*, 1985; JONES, 1996; PONG; MITCHELL, 2005).

Nos anos seguintes a DVA passou a ser publicada com certa frequência em países como a França, Alemanha, África do Sul, Holanda, Dinamarca, Suíça e Itália, e em menor escala na Austrália e Nova Zelândia. (VAN STADEN, 2003, p. 227-228). Rundfelt (1985) destaca que, em meados da década de 80, cerca de 20% das companhias listadas nas respectivas bolsas de valores de países como Reino Unido, Holanda, Suécia e Noruega, publicavam a DVA.

²⁶ Atualmente a denominação desse órgão é ASC, *Accounting Standards Committee*.

Na França, o interesse na publicação da DVA começou a partir de 1975, quando o *Banque de France* e outros bancos estatais passaram a publicá-la. (EVRAERT; RIAHI-BELKAOUI, 1998). Além disso, o próprio *Banque de France*, em 1982, observou que a contabilidade deve ter como um de seus objetivos a geração de dados e informações necessárias para a elaboração de políticas e estatísticas macroeconômicas, (HALLER; STOLOWY, 1998, p. 26), de tal forma que a DVA passou a ter importância fundamental para se atingir esse objetivo.

Em relação à Alemanha, Haller e Stollowy (1998, p. 26-27) observam que o conceito de valor adicionado foi amplamente discutido na literatura econômica deste país nas décadas de 30 e 40, com declínio do interesse a partir da década de 50, talvez motivado pelo esforço que a sociedade alemã fez para apagar toda e qualquer herança do Terceiro Reich (no caso do valor adicionado por conta do auge da discussão dos conceitos ter ocorrido justamente no período em que Adolf Hitler governou). A partir do final da década de 1970 e início da de 1980, quando as discussões acerca a responsabilidade social das empresas vieram à tona com mais ênfase, ocorreu um ressurgimento no interesse acadêmico sobre o conceito de valor adicionado, e por consequência, da DVA.

Um caso interessante em relação à publicação da DVA ocorre na África do Sul. Desde 1977 há registros de empresas publicando a demonstração. Segundo Van Staden (2003, p. 228), em 1998 cerca de metade das 526 companhias listadas na Bolsa de Valores de Johannesburgo (JSE) publicaram a DVA. Já em 1999, 77 das 100 maiores empresas industriais listadas na JSE publicaram a DVA como parte de suas demonstrações financeiras anuais. Apesar dessa “popularidade”, a demonstração nesse país não é obrigatória, o que faz com que ocorram problemas de falta de padronização, surgindo assim, segundo Van Staden (2003, p. 239) a necessidade de uma norma de contabilidade sobre a DVA na África do Sul.

Para Van Staden (2001) alguns dos motivos que contribuem para o grande número de empresas sul-africanas que publicam a DVA são:

- a) A presença de leis trabalhistas rígidas e sindicatos fortes atuando na defesa dos interesses dos empregados;
- b) A preocupação das empresas em se dissociar do “fantasma” do *apartheid* de tal forma que a publicação da DVA faz com que as empresas sejam vistas como socialmente responsáveis (muitas vezes mais do que realmente são);

- c) O abismo salarial entre os maiores e os menores salários pagos e as pressões governamentais para diminuir esse abismo.

De acordo com Van Staden (2001, p. 2) esses fatores fazem com que as empresas que operam na África do Sul se defrontem com altos custos políticos e ameaças de legitimidade, de tal forma que os gestores das empresas vêem a DVA como um instrumento útil na resolução desses conflitos, desviando a atenção dos lucros para a parcela de valor adicionado destinado para os empregados. Assim, segundo Van Staden (2003, p. 241), a publicação da DVA, em que cerca de 60%, em média, do valor adicionado é distribuído para os empregados (VAN ASWEGEN *et al.*, 2005, p. 91), é um forte argumento a favor do capitalismo em um país com alta taxa de desemprego e graves problemas econômicos e sociais.

Nos Estados Unidos a DVA é praticamente desconhecida pelas empresas, tanto para finalidades externas (publicação como parte das demonstrações financeiras), como para finalidades internas (RUNDFELT, 1985). Nesse contexto, o artigo de Meek e Gray (1988) pode ser considerado um marco na divulgação da DVA nos Estados Unidos. Outro fato relacionado à DVA nos Estados Unidos aconteceu em 1991, quando o *American Accounting Association Committee on Accounting and Auditing* sugeriu a introdução da DVA como parte das demonstrações financeiras a serem apresentadas pelas companhias norte-americanas (EVRAERT; RIAHI-BELKAOUI, 1998). Entretanto, a idéia não vingou, e mesmo o interesse acadêmico sobre a DVA é praticamente inexistente nesse país, haja vista que poucos autores tratam da demonstração e os possíveis usos das informações extraídas dela. Por conta disso, a quantidade de artigos publicados sobre o assunto é baixa, se comparado com outros tópicos.

Craig e Diga (1998) elaboraram um estudo em que compararam a divulgação de informações financeiras de empresas situadas em países do sudeste asiático, a saber: Cingapura, Tailândia, Filipinas, Indonésia e Malásia. Para tanto, selecionaram uma amostra de 30 companhias abertas de cada um desses países (25 companhias da Tailândia), num total de 145 empresas. A seguir, obtiveram as demonstrações financeiras do exercício encerrado em 31/12/1993 dessas empresas. Em relação à publicação da DVA, apenas empresas de Cingapura publicaram a demonstração, num total de 14 empresas dentro da amostra de 30, o que fez 47% da amostra.

2.3.2 Evidências empíricas da utilidade das informações contidas na DVA

2.3.2.1 Aspectos gerais

As pesquisas empíricas relacionadas à utilidade das informações contidas na DVA são um tanto quanto restritas, haja vista a publicação da demonstração não ser obrigatória nem nos Estados Unidos nem na Europa. Por conta disso, poucos trabalhos foram desenvolvidos, bem como a base de autores que realizam pesquisas sobre a DVA também é reduzida. Outro aspecto desse tipo de trabalho é que, no caso de pesquisas feitas no contexto norte-americano, não foram utilizados dados extraídos diretamente de uma DVA publicada, mas sim valores baseados em equações derivadas dos conceitos de valor adicionado líquido (*net value added*) e valor adicionado bruto (*gross value added*).

De acordo com Evraert e Riahi-Belkaoui (1998), as pesquisas empíricas relacionadas à utilidade da divulgação da DVA, em adição à divulgação da DRE e da DFC, têm sido elaboradas sob três perspectivas:

- a) Verificação de desempenho por meio de indicadores de valor adicionado;
- b) Poder preditivo do valor adicionado;
- c) Relevância do valor adicionado para o mercado de capitais.

Estudos sobre verificação de desempenho por meio de valor adicionado analisam as variações de produtividade de empresas antes e após a implantação de estruturas multidivisionais por meio de indicadores de valor adicionado (RIAHI-BELKAOUI; PICUR, 1997), alternativamente a indicadores de mercado e de resultados contábeis tradicionais (KARPIK; RIAHI-BELKAOUI, 1994)²⁷. Segundo Evraert e Riahi-Belkaoui (1998), os resultados das pesquisas que utilizavam indicadores de mercado e de resultados para mediar variações de desempenho demonstraram-se não conclusivos, já os resultados das pesquisas que utilizaram indicadores de valor adicionado são conclusivos e revelam ganhos de produtividade em empresas com estratégias de diversificação e quedas de produtividade em empresas verticalmente integradas.

²⁷ Outros estudos relacionados a desempenho com a utilização do valor adicionado como variável, porém, com outros enfoques, podem ser vistos em Pavlik e Riahi-Belkaoui (1994) e Askren *et al.* (1994).

Em relação à capacidade preditiva do valor adicionado, Karpik e Riahi-Belkaoui (1989) demonstraram que medidas de valor adicionado possuem conteúdo incremental em relação a medidas de resultado e de fluxo de caixa para explicar o risco sistemático das ações. Em outro estudo, Bannister e Riahi-Belkaoui (1991) demonstraram que empresas alvo de aquisição apresentaram indicadores de desempenho baseados no valor adicionado menores do que os das demais empresas do seu ramo de atuação no ano anterior à conclusão do processo de aquisição. Além disso, os autores demonstraram que os retornos anormais observados pelas empresas em processo de aquisição durante o período de aquisição são positivamente correlacionados com a diferença entre o índice do valor adicionado em relação ao total dos ativos da empresa alvo de aquisição e a média desse índice de seus concorrentes.

Ainda em relação ao poder preditivo do valor adicionado, Bao e Bao (1996) verificaram o comportamento de séries temporais do valor adicionado. Os autores utilizaram metodologia igual à utilizada em estudos anteriores que verificaram as propriedades de séries temporais dos preços das ações e de lucros. A amostra de dados considerada foi composta por todas as empresas que possuísem dados contábeis disponíveis no banco de dados COMPUSTAT para o período compreendido entre 1966 a 1985. Os resultados dos testes realizados pelos autores indicaram que o modelo *random walk* é o que melhor descreve o comportamento de séries temporais de valor adicionado.

2.3.2.2 Relevância do valor adicionado

Holthausen e Watts (2001)²⁸ classificaram os estudos empíricos presentes na literatura relacionados à verificação do conteúdo informacional (relevância) da contabilidade para o mercado de capitais em três categorias:

- a) Estudos de associação relativa (*relative association studies*), em que se busca verificar a associação entre o valor ou o retorno de uma ação com variáveis contábeis alternativas. Segundo Holthausen e Watts (2001), nesse tipo de estudo, a variável com o maior coeficiente de determinação R^2 é tida como a mais relevante em termos de associação com o valor ou variação de valor (retorno) da ação;
- b) Estudos de associação incremental (*incremental association studies*), em que se investiga se uma variável contábil possui poder explicativo em relação ao valor ou retorno de uma ação na presença de outras variáveis contábeis no modelo especificado. Holthausen e Watts (2001) observam que essa variável contábil é tida como relevante se o seu coeficiente estimado na regressão for significativamente diferente de zero;
- c) Estudos de conteúdo informacional marginal (*marginal information content studies*), operacionalizados na forma de estudos de evento, em que se procura verificar se a divulgação de uma variável contábil é associada com variações nos preços das ações, de tal forma que a reação dos preços das ações é considerada como evidência da relevância da variável contábil em questão.²⁹

Os estudos dessa natureza que procuraram verificar a relevância do valor adicionado para o mercado comparavam-no com medidas tradicionais de resultado, como o lucro, ou ainda de geração de caixa.

Segundo Evraert e Riahi-Belkaoui (1998), estudos que verificaram a relevância do valor adicionado utilizaram vários modelos matemáticos previamente estabelecidos na literatura e, em sentido amplo, os resultados a que chegaram demonstraram que a relação entre o preço ou retorno das ações e medidas de valor adicionado é mais forte do que a relação com lucros ou fluxos de caixa.

²⁸ Kothari (2001) também fornece uma ampla relação e análise dos principais trabalhos relacionados à relevância das informações contábeis.

²⁹ Fama (1991) observa que esse tipo de estudo tem sido utilizado para se testar a forma semiforte dos mercados eficientes.

Riahi-Belkaoui e Picur (1994a) argumentam que estudos empíricos que verificaram a associação entre o retorno das ações e variação de lucros encontraram baixa relação entre essas variáveis (LEV, 1989). Entretanto, estudos que examinaram o poder incremental de variáveis relacionadas ao resultado demonstraram aumento do poder explicativo dos modelos em relação aos modelos básicos de lucros. Segundo Riahi-Belkaoui e Picur (1994a) isso ocorre por que o lucro do período de uma empresa normalmente é divulgado para o mercado antes da publicação completa dos relatórios financeiros. Assim, informações adicionais sobre componentes do resultado somente estariam disponíveis para investidores após a divulgação desse resultado, logo esses componentes poderiam apresentar poder explicativo incremental ao lucro em relação à explicação do retorno de ações.

Além disso, segundo Riahi-Belkaoui e Picur (1994a), os modelos que verificam a relevância das informações contábeis têm como uma de suas funções a geração de subsídios que possibilitem aos investidores fazer projeções quanto a retornos futuros de seus investimentos em ações, de tal forma que, a qualidade informativa de uma variável contábil, financeira, econômica, etc., reside em sua capacidade para predizer o retorno de ações, ou seja, em seu grau de associação com a variável dependente. (LEV, 1989).

Tendo em vista esses aspectos, Riahi-Belkaoui e Picur (1994a) realizaram um estudo em que investigaram a capacidade incremental do valor adicionado em relação ao lucro para explicar o retorno das ações. Para tanto coletaram os dados de todas as companhias com ações negociadas na bolsa de valores de Nova Iorque que possuíam os dados necessários para determinação do valor adicionado no banco de dados COMPUSTAT no período compreendido entre 1979 e 1983, chegando assim, a um total de 2398 observações. Após isso, desenvolveram três modelos em que o retorno da ação era a variável dependente, e como variável independente, respectivamente, a variação de lucros, a variação de valor adicionado, e a variação de lucros e de valor adicionado. Os resultados de Riahi-Belkaoui e Picur (1994a) confirmaram que variações de lucros são estatisticamente relacionadas com o retorno das ações, a um nível de significância de 95%, com coeficiente R^2 de 0,035, estando esses resultados coerentes com as evidências apresentadas por Lev (1989). Além disso, o estudo também demonstrou associação estatisticamente significativa a 99% entre o retorno das ações e a variação de valor adicionado, sendo que o coeficiente R^2 encontrado nessa regressão foi de 0,066, maior que o coeficiente encontrado na regressão da variação de lucros, 0,035. Ao regredir o retorno das ações sobre a variação do lucro e do valor adicionado, o coeficiente do

lucro mostrou-se não relevante, mesmo a um nível de significância de 90%. Já o coeficiente o valor adicionado mostrou-se estatisticamente significativo a 99%. Riahi-Belkaoui e Picur (1994a, p. 49) finalizam seu estudo afirmando que a informação contábil do valor adicionado apresenta importante poder explicativo em relação ao preço ou retorno das ações.

Em outro estudo, Riahi-Belkaoui e Picur (1994b) investigaram a associação entre o retorno das ações com o nível e a variação de valor adicionado ajustado pelo preço das ações do período anterior (P_{t-1}). Para verificar a relação entre o retorno das ações e o nível de valor adicionado, os autores utilizaram a seguinte regressão (RIahi-BELKAoui; PICUR, 1994b, p. 58):

$$R_{jt} = \alpha_{t0} + \frac{\alpha_{t1} NVA_{jt}}{P_{jt-1}} + \frac{\alpha_{t2} NVA_{jt-1}}{P_{jt-1}} + \frac{\alpha_{t3} NVA_{jt-2}}{P_{jt-1}} + \frac{\alpha_{t4} NVA_{jt-3}}{P_{jt-1}} + \frac{\alpha_{t5} NVA_{jt-4}}{P_{jt-1}} + \varepsilon_{jt}$$

Onde:

- $R_{jt} = \frac{\Delta P_{jt,t-1} + d_{jt}}{P_{jt-1}}$, em que $\Delta P_{jt,t-1}$ corresponde à variação de preço da ação da empresa j entre o ano atual t e o ano anterior $t-1$ e d_{jt} corresponde ao dividendo por ação da empresa j pago no ano t ;
- P_{jt-1} = preço da ação da empresa j ao término do ano $t-1$;
- NVA_{jt} = valor adicionado líquido por ação da empresa j para o ano t ;
- E_{jt} = termo de erro da regressão.

Já para verificar a relação entre o retorno das ações e a variação de valor adicionado, foi utilizada a seguinte especificação (RIahi-BELKAoui; PICUR, 1994b, p. 58):

$$R_{jt} = \alpha_{t0} + \frac{\alpha_{t1}\Delta NVA_{jt,t-1}}{P_{jt-1}} + \frac{\alpha_{t2}\Delta NVA_{jt-1,t-2}}{P_{jt-1}} + \frac{\alpha_{t3}\Delta NVA_{jt-2,t-3}}{P_{jt-1}} + \frac{\alpha_{t4}\Delta NVA_{jt-3,t-4}}{P_{jt-1}} + \frac{\alpha_{t5}\Delta NVA_{jt-4,t-5}}{P_{jt-1}} + \varepsilon_{jt}$$

Onde:

- $R_{jt} = \frac{\Delta P_{jt,t-1} + d_{jt}}{P_{jt-1}}$, em que $\Delta P_{jt,t-1}$ corresponde à variação de preço da ação P da empresa j entre o ano atual t e o ano anterior $t-1$ e d_{jt} corresponde ao dividendo por ação da empresa j pago no ano t ;
- P_{jt-1} = preço da ação da empresa j ao término do ano $t-1$;
- $\Delta NVA_{jt} = NVA_{jt} - NVA_{jt-1}$, em que NVA_{jt} corresponde ao valor adicionado líquido por ação da empresa j para o ano t e NVA_{jt-1} corresponde ao valor adicionado líquido por ação da empresa j para o ano $t-1$;
- E_{jt} = termo de erro da regressão.

Os resultados dos testes realizados por Riahi-Belkaoui e Picur (1994b) permitem concluir que o nível e a variação do valor adicionado (ajustados pelo preço das ações do período anterior) são significativos em termos de associação com o retorno das ações, com o modelo baseado no nível do valor adicionado apresentando melhor desempenho (em termos de coeficiente R^2) em relação ao modelo baseado em variações de valor adicionado.

Riahi-Belkaoui e Fekrat (1994) analisaram o coeficiente de variação e a persistência do valor adicionado em relação ao lucro e o fluxo de caixa gerado pelas atividades continuadas. Para tanto, os autores construíram três indicadores em que o numerador era o fluxo de caixa gerado pelas atividades continuadas por ação da empresa no período, o lucro por ação da empresa no período e o valor adicionado líquido para distribuição por ação da empresa no período. Já o denominador era o preço da ação da empresa ao final do período. A amostra utilizada pelos autores foi composta de 673 empresas que possuíam no COMPUSTAT os dados necessários para a determinação do valor adicionado pela fórmula do valor adicionado líquido no período compreendido entre 1981 e 1990. Os resultados do trabalho de Riahi-Belkaoui e Fekrat

(1994) demonstraram que indicador do valor adicionado apresentou um coeficiente de variação de 175,3305 contra 728,7165 do indicador do fluxo de caixa das atividades continuadas e 1.577,403 do indicador do lucro por ação. Segundo Riahi-Belkaoui e Fekrat (1994), como o denominador dos três indicadores é o mesmo, o coeficiente de variação é totalmente atribuível ao numerador.

Riahi-Belkaoui e Fekrat (1994) também analisaram a persistência dos três indicadores. Para tanto, utilizaram uma metodologia que consistia na análise da correlação média do indicador no ano de sua formação com o mesmo indicador nos anos subseqüentes. Os resultados indicaram que a correlação do indicador do valor adicionado caiu de 0,894 após o primeiro ano da série para 0,744 no nono ano após. Já a correlação do indicador de fluxo de caixa caiu de 0,6588 no primeiro ano após para 0,508 no nono ano após. Por sua vez, a correlação do indicador do lucro por ação caiu de 0,6222 no primeiro ano após para 0,231 no nono ano após.

E por que o valor adicionado tem uma variabilidade menor e uma persistência maior do que o lucro e o fluxo de caixa?

Segundo Riahi-Belkaoui e Fekrat (1994), o valor adicionado não é afetado por mudanças em critérios contábeis, o que afetaria os lucros, ou ainda, por antecipação de recebimentos ou postergação de pagamentos, que afetaria o caixa gerado pelas atividades continuadas, apesar de que o estudo dos autores não utilizou o efetivo valor adicionado líquido para distribuição, e sim uma *proxy*. Assim, o argumento apresentado pelos autores somente é válido nesse contexto de determinação “aproximada” do valor adicionado. Num contexto de existência formal da DVA, como é caso brasileiro (mesmo que não obrigatória), e, sendo essa demonstração derivada em grande parte da DRE, mudanças de critérios contábeis poderão sim afetar o valor adicionado líquido para distribuição. Por exemplo, se a empresa passar a utilizar taxas de depreciação acelerada, isso fará com que a despesa de depreciação seja maior, e conseqüentemente, reduzirá o valor adicionado, haja vista o seu tratamento, no contexto brasileiro, como redução de valor adicionado.

Bao e Bao (1998) analisaram a relevância do valor adicionado e do EVA, *Economic Value Added*, como fontes alternativas de divulgação de resultados em relação ao conceito contábil tradicional de lucro. Os autores justificam seu estudo citando Lev (1989) que demonstrou que o poder explicativo do lucro nas regressões que consideravam o retorno das ações como variável dependente era baixo, na casa dos 5%. Além disso, segundo os autores, trabalhos anteriores em que se considerou a decomposição do lucro em vários componentes (lucro operacional, por exemplo), ou a consideração de variações de lucro, ou ainda, a inclusão de variáveis de fluxo de caixa nos modelos resultou em baixo incremento do poder explicativo medido pelo coeficiente R^2 .

Dentro desse contexto, Bao e Bao (1998) utilizaram o valor adicionado e o EVA, como medidas alternativas de resultado. A amostra utilizada pelos autores foi composta por 166 empresas que a *Stern & Stewart* calculou o EVA para os anos de 1992 e 1993 cujos dados contábeis, necessários para a determinação do valor adicionado pela fórmula do valor adicionado líquido, estivessem disponíveis no COMPUSTAT.

Bao e Bao (1998) efetuaram três tipos de análise, *firm valuation analysis*, *level analysis* e *changes analysis*.

Na *firm valuation analysis*, os autores regrediram o lucro, valor adicionado e EVA sobre o valor de mercado da empresa individualmente e em conjunto, a fim de se determinar o poder explicativo relativo e incremental de cada variável. Em todas as regressões as variáveis foram divididas pelo valor do patrimônio líquido do período anterior. Os resultados dessas regressões indicaram que o EVA apresentou o maior R^2 , entretanto, o sinal do coeficiente foi negativo. Já os resultados do valor adicionado indicaram que essa variável é estatisticamente significativa em todas as regressões, apresentando poder explicativo relativo e incremental superior ao lucro.

Na *level analysis*, Bao e Bao (1998) regrediram, de forma isolada, o lucro por ação, o valor adicionado por ação e o EVA por ação sobre o preço da ação, sendo que nas três regressões, todas variáveis foram divididas pelo preço da ação do período anterior. Os resultados encontrados pelos autores indicam que o valor adicionado é a única variável com coeficiente estatisticamente significativo a 99%, com coeficiente R^2 de 14,7%, contra 0,00% do EVA e 1,2% do lucro.

Por fim, Bao e Bao (1998) efetuaram a *change analysis*, na qual eles regrediram, de forma isolada, a variação³⁰ do lucro por ação, do valor adicionado por ação e do EVA por ação sobre o retorno da ação, sendo que as variáveis independentes foram divididas pelo preço da ação do período anterior. Nessa análise, o lucro por ação e o valor adicionado por ação mostraram-se estatisticamente significativos a 99%, sendo que o coeficiente R^2 do primeiro foi 7,2% e do segundo 21,7%. A variável independente EVA por ação mostrou-se estatisticamente significativo a 95%, com coeficiente R^2 de 4,8%.

A interpretação conjunta dos testes acima demonstra que o valor adicionado é a variável que melhor se associa com o valor de mercado, o preço das ações e o retorno das ações das empresas, ao passo que o EVA³¹ não desempenha bem esse papel. Porém, a ressalva que se faz a essa conclusão é a utilização de uma *proxy* do valor adicionado líquido como variável independente, e não o efetivo valor adicionado líquido para distribuição.

Riahi-Belkaoui e Picur (1999) testaram os efeitos da substituição do lucro pelo valor adicionado líquido no modelo de Feltham e Ohlson (1995), em termos de associação com o preço das ações. Os autores observam que o modelo de Feltham e Ohlson (1995), ao adotar a premissa de considerar que o ativo operacional líquido (ativo operacional menos passivo operacional) corresponde ao patrimônio líquido, apresenta a seguinte conotação matemática:

$$P_t = BV_t + \alpha_t \text{ox}_t^a + \beta v_t$$

Onde:

- P_t = valor de mercado do patrimônio líquido de uma empresa em uma data t qualquer;
- BV_t = patrimônio líquido de uma empresa em uma data t qualquer;
- $\alpha_t \text{ox}_t^a$ = somatório dos lucros operacionais anormais de uma empresa;
- βv_t = outras informações disponíveis de uma empresa em uma data t qualquer.

³⁰ Variação = $V_t - V_{t-1}$, em V_t corresponde ao valor do período atual e V_{t-1} o valor do período anterior.

³¹ Esses resultados são consistentes com os resultados apresentados por Biddle *et al.* (1997), que analisaram o conteúdo relativo e incremental do lucro, EVA e fluxo de caixa gerado pelas atividades operacionais, e chegaram a resultados que afirmam o lucro (nesse caso, lucro antes dos efeitos dos eventos extraordinários) como a variável de maior associação com o preço e o retorno das ações. Já Shimin e Dodd (2001) analisaram o lucro operacional, o resultado residual e o EVA e chegaram a resultados que demonstram o lucro operacional como a variável de melhor desempenho, em relação ao resultado residual e o EVA®. Griffith (2004), por sua vez, sugere que investidores em empresas que adotaram o EVA, ou que o EVA foi utilizado como variável de projeção de desempenho de ações podem ter sofrido perdas significativas em seus investimentos.

Utilizando a formulação acima, Riahi-Belkaoui e Picur (1999), adaptaram-na da seguinte forma:

$$P_t = BV_t + \sum_t ONVA_t^a + \beta v_t$$

Onde:

- P_t = valor de mercado do patrimônio líquido de uma empresa em uma data t qualquer;
- BV_t = patrimônio líquido de uma empresa em uma data t qualquer;
- $\sum_t ONVA_t^a$ = somatório dos valores adicionados líquidos anormais de uma empresa;³²
- βv_t = outras informações disponíveis de uma empresa em uma data t qualquer;

Riahi-Belkaoui e Picur (1999) observam que a distribuição do valor adicionado líquido apresenta dois tipos de componentes, o de resultado, destinados aos acionistas, na forma de dividendos (D) e de lucros retidos (R) e o componente “não resultado”, que se refere à distribuição dos demais valores para os demais *stakeholders*, ou seja, impostos e taxas (T), despesas financeiras (I) e salários e encargos (W). Assim, levando-se em conta as premissas do modelo de Feltham e Ohlson (1995):

$$\sum_t OD_t^a + \sum_t OR_t^a = \sum_t ox_t^a$$

Onde:

- $\sum_t OD_t^a$ = somatório dos dividendos anormais de uma empresa;
- $\sum_t OR_t^a$ = somatório dos lucros retidos anormais de uma empresa;
- $\sum_t ox_t^a$ = somatório dos lucros operacionais anormais de uma empresa.

³² Para o cálculo do valor adicionado líquido anormal Riahi-Belkaoui e Picur (1999) subtraem do valor adicionado líquido do período o resultado da atribuição do custo do capital próprio sobre o valor dos ativos totais do final do período anterior. Os autores justificam esse procedimento afirmando que todos ativos são responsáveis pela geração de valor adicionado. Os modelos de Ohlson (1995) e de Feltham e Ohlson (1995) consideram, para o cálculo dos lucros anormais, a subtração do lucro do período do resultado da atribuição da taxa de desconto sobre o patrimônio líquido do período anterior.

Por conta dessa consideração, Riahi-Belkaoui e Picur (1999) desenvolveram o seguinte modelo:

$$P_t = BV_t + \infty_t ox_t^a + \infty_t NVTXA_t^a$$

Onde:

- P_t = valor de mercado do patrimônio líquido de uma empresa em uma data t qualquer;
- BV_t = patrimônio líquido de uma empresa em uma data t qualquer;
- $\infty_t ox_t^a$ = somatório dos lucros operacionais anormais de uma empresa;
- $\infty_t NVTXA_t^a$ = somatório dos valores anormais dos componentes “não resultado” do valor adicionado líquido; ou seja, $\infty_t NVTXA_t^a = \infty_t OT_t^a + \infty_t OW_t^a + \infty_t OI_t^a$, em que $\infty_t OT_t^a$ corresponde ao somatório do valor anormal da distribuição de valor adicionado na forma de tributos, $\infty_t OW_t^a$ corresponde ao somatório do valor anormal da distribuição de valor adicionado na forma de salários e $\infty_t OI_t^a$ corresponde ao somatório do valor anormal da distribuição de valor adicionado na forma de despesas financeiras. Como os valores anormais dessas variáveis são extremamente complexos de obter, Riahi-Belkaoui e Picur (1999) consideram que $\infty_t NVTXA_t^a = \infty_t ONVA_t^a - \infty_t ox_t^a$.

No modelo acima, os autores consideram que $\infty_t NVTXA_t^a = \beta v_t$, o que permite testar se os componentes “não resultado” do valor adicionado líquido apresentem conteúdo informacional adicional para o mercado.

A amostra de dados utilizada por Riahi-Belkaoui e Picur (1999) foi composta por 3.998 observações das companhias listadas na bolsa de valores de Nova Iorque que possuíram no COMPUSTAT os dados necessários para determinação do valor adicionado pela fórmula do valor adicionado líquido no período compreendido entre 1978 e 1995.

Com base nos modelos desenvolvidos na fundamentação teórica de seu artigo, Riahi-Belkaoui e Picur (1999) formularam as seguintes regressões:

$$P_{it} = \alpha_{0i} + \alpha_{1i}x_{it}^a + \alpha_{2i}bv_{it} + \varepsilon_{it}$$

E:

$$P_{it} = \alpha_{0i}^1 + \alpha_{1i}^1x_{it}^a + \alpha_{2i}^1bv_{it} + \alpha_{3i}^1NVATX_{it}^a + \varepsilon_{it}^1$$

Onde:

- P_{it} = preço da ação da empresa i ao término do período t ;
- x_{it} = lucro operacional anormal da empresa i no período t ;
- bv_{it} = patrimônio líquido da empresa i no período t ;
- $NVATX_{it}$ = componente “não resultado” anormal do valor adicionado por ação da empresa j para o período t , em que $\alpha_i NVTXA_t^a = \alpha_i ONVA_t^a - \alpha_i ox_t^a$.

A primeira regressão é um teste do modelo de Feltham e Ohlson (1995). A segunda regressão, na prática, tem como objetivo verificar a relevância do valor adicionado como parâmetro de resultados anormais (em oposição aos lucros anormais), já que ela decompõe o valor adicionado líquido gerado pela empresa em dois componentes, um, o componente de resultado $\alpha_i ox_t^a$, e o outro, o componente “não resultado” $\alpha_i NVTXA_t^a$. Os resultados dos testes efetuados por Riahi-Belkaoui e Picur (1999) indicam que os coeficientes de ambas as regressões são estatisticamente significativos a 99% ou 95%, sendo que a primeira regressão apresenta um coeficiente R^2 de 68,4% e a segunda regressão, um coeficiente R^2 de 76,9%. Esses resultados indicam que os componentes “não resultado” do valor adicionado possuem poder explicativo incremental em relação ao lucro.

Firer (2004) realizou um estudo para verificar o conteúdo informacional relativo e incremental do valor adicionado na África do Sul. Para tanto, utilizou como amostra de dados todas as companhias abertas sul-africanas que publicaram a DVA no período compreendido entre 2000 e 2002³³. O autor utilizou três modelos, em que o lucro por ação, o valor adicionado líquido por ação e a soma desses dois componentes foram consideradas como variáveis independentes, regredidas sobre o preço das ações. Os resultados dos testes efetuados pelo autor indicam um coeficiente R^2 de 76,6% para a regressão do valor adicionado por ação e de 59,0% para a regressão do lucro por ação. Já a regressão múltipla apresentou um coeficiente R^2 de 88,5%. O autor finaliza seu artigo afirmando que a informação do valor adicionado não deve substituir a informação do lucro, mas sim complementar essa, de forma que os investidores e outros possíveis usuários das informações financeiras das empresas possam efetuar suas análises de forma mais acurada. Deve-se observar que os resultados de Firer (2004) são parcialmente limitados pelo fato dele não ter considerado qualquer forma de neutralização do efeito escala das variáveis independentes (BROWN *et al.*, 1999). Apesar disso, a interpretação dos resultados não se alteraria (valor adicionado apresentando maior associação com o preço das ações do que o lucro), pois nos três modelos considerados pelo autor a neutralização do efeito escala seria feita da mesma forma.

Em relação à divulgação da DVA no Reino Unido, Pong e Mitchell (2005) observam que a sua não divulgação pela grande maioria das empresas britânicas a partir de meados da década de 80 inviabilizou estudos empíricos que verificassem a relevância, em termos de conteúdo informativo relativo e incremental do valor adicionado. Entretanto, os autores argumentam que os dados necessários para a determinação do valor adicionado através das fórmulas do valor adicionado (valor adicionado líquido e valor adicionado bruto) são evidenciados no conjunto das demonstrações financeiras das empresas britânicas, logo, possibilitam a realização de estudos empíricos sobre a relevância do valor adicionado de forma semelhante aos estudos desenvolvidos no contexto norte-americano. Argumentam os autores que, caso esses possíveis estudos demonstrem que o valor adicionado, calculado através de fórmulas de valor adicionado, possui relevância para o mercado, os investidores poderão renovar seu interesse na divulgação formal da DVA pelas empresas britânicas.

³³ Em 2000, 145 companhias das 363 companhias listadas publicaram a DVA. Em 2001, 148 das 361 e em 2002, 151 das 361.

2.4 A DVA no contexto brasileiro

2.4.1 Contexto geral

Santos (2005, p. 03) observa que os primeiros estudos em relação à DVA no Brasil foram desenvolvidos no Departamento de Contabilidade e Atuária da FEA/USP, sendo que o primeiro artigo em relação ao assunto, de autoria do Professor Eliseu Martins foi publicado em 1989 (CUNHA *et al.*, 2005, p. 11). Em 1991 Márcia Martins Mendes de Luca defendeu no Departamento de Contabilidade e Atuária da FEA/USP a primeira dissertação de mestrado sobre a DVA. Nos anos seguintes, outros trabalhos que abordavam a DVA foram desenvolvidos:

Quadro 5 - Dissertações e teses sobre a DVA defendidas na FEA/USP

ANO	AUTOR	TÍTULO	GRAU
1991	Márcia Martins Mendes de Luca	Demonstração do valor adicionado	Mestrado
1996	Márcia Martins Mendes de Luca	A contribuição da demonstração do valor adicionado no processo de mensuração do PIB e em algumas análises macroeconômicas	Doutorado
1999	Ariovaldo dos Santos	Demonstração contábil do valor adicionado - DVA: um instrumento para medição da geração e distribuição de riqueza das empresas	Livre Docência
2002	Cláudia Meca Parmezano	Demonstração do valor adicionado: uma proposta de modelo aplicado as principais seguradoras do Brasil e os resultados obtidos desta pesquisa	Mestrado
2002	Jaqueline Veneroso Alves da Cunha	Demonstração contábil do valor adicionado - DVA: um instrumento de mensuração da distribuição da riqueza das empresas para os funcionários	Mestrado
2003	Maria Araci de Lima	Uma contribuição ao estudo sobre a elaboração do balanço social em entidades do terceiro setor: um estudo de caso	Mestrado
2003	Manuel Salgueiro Rodrigues Junior	A DVA como instrumento para mensuração da relação custo-benefício na concessão de incentivos fiscais: um estudo de casos	Mestrado
2005	Alcides Bettiol Junior	Formação e destinação do resultado em entidades do terceiro setor: um estudo de caso	Mestrado

Além dos trabalhos acima, a DVA foi objeto de estudo em outras instituições de ensino:

Quadro 6 - Teses e dissertações sobre a DVA em outras instituições

ANO	AUTOR	TÍTULO	INSTITUIÇÃO	GRAU
2002	Frederico Luiz Junqueira de Oliveira	Valor Adicionado: um estudo comparativo do desempenho de empresas brasileiras privatizadas de 1991-1997	UERJ	Mestrado
2002	Girval Trevisan da Silva	Auditoria do balanço social das sociedades por ações	FECAP	Mestrado
2003	Gesiel de Oliveira Vicente	Distribuição do valor adicionado aos recursos humanos dos bancos localizados no Brasil no período 1998 a 2000: análise comparativa	UnB	Mestrado
2003	Elias Fausy Pinto	Valor adicionado no setor elétrico: uma contribuição das empresas do setor na formação de riqueza	USP	Mestrado
2003	Jorge Luiz da Rocha Andrade	Valor Adicionado: um estudo sobre a evidenciação no Brasil	UERJ	Mestrado
2003	Edilson Coelho da Silveira	Demonstração do valor adicionado (DVA): uma análise da geração e distribuição de riqueza no setor de energia elétrica do Brasil (período 1999-2001)	UnB	Mestrado

Nota: Os dados acima foram obtidos no banco de dados da CAPES, disponível em <http://www.capes.gov.br/capes/portal/conteudo/10/Teses_Dissertacoes.htm> Acesso em 20 jan. 2006.

Como é possível observar, a produção científica sobre a DVA nos cursos de mestrado e doutorado em Ciências Contábeis no Brasil cresceu a partir dos anos 2000, muito em função da iniciativa pioneira de Márcia Martins Mendes de Luca e da tese de livre docência do Professor Ariovaldo dos Santos, de 1999. Além das teses e dissertações acima apresentadas também já foram publicados dois livros sobre a DVA no país, um de autoria de Márcia Martins Mendes de Luca (1998) e o outro, de autoria de Ariovaldo dos Santos (2003).

Por fim, constata-se um crescente número de trabalhos sobre a DVA apresentados em Congressos, tais como os promovidos pela ANPAD, Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração e pelo Departamento de Contabilidade da FEA/USP, como, por exemplo, os trabalhos de Silva *et al.* (2001), Moreira (2001), Oliveira e Lima (2002), Silva *et*

al. (2002), Ribeiro e Cunha (2003), Chan *et al.* (2003), Silva *et al.* (2003), Oliveira e Alves (2003), Rodrigues Junior (2003), Chan *et al.* (2004), Coelho e Corrar (2005).

É possível afirmar que esse aumento da quantidade de trabalhos relacionados à DVA revela o crescimento da importância da demonstração. Em relação a esse aspecto,

[...] nos últimos oito anos, a Demonstração do Valor Adicionado acabou tendo um aumento de vulto e importância. Sem medo de errar, pode-se afirmar que boa parte do impulso tomado por mais essa demonstração contábil foi a sua inclusão no cálculo de excelência empresarial utilizado pela FIPECAFI – Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras – para a escolha das empresas com os melhores desempenhos nos setores em que a atividade econômica é dividida para a edição de “Melhores e Maiores”, da Revista Exame. (SANTOS, 2003, p. 3).

A atual legislação societária brasileira não considera a DVA como demonstração contábil a ser divulgada pelas sociedades anônimas. Por conta disso, a elaboração e divulgação dessa demonstração contábil são facultativas. Entretanto, o número de empresas que vêm publicando a DVA nitidamente cresceu nos últimos anos:

Em 1997, primeiro ano que a DVA foi utilizada no referido cálculo de excelência empresarial, foram 44 as empresas que publicaram essa demonstração. Em 2004, esse número subiu para 138, com o aumento expressivo de mais de 210%. Já são mais de mil as empresas que a elaboram e a enviam para o banco de dados da FIPECAFI. Claro que tal aumento não pode ser atribuído apenas a um único motivo; certamente o entendimento pelas empresas do tipo de informação que poderiam passar a dispor, além do apoio dado pela CVM – Comissão de Valores Mobiliários, que passou a incentivá-las a divulgarem, de forma espontânea, esse tipo de demonstração, inclusive citando, textualmente o modelo divulgado pela FIPECAFI, são fatores que também contribuíram muito para esse comportamento. (SANTOS, 2005, p. 3).

Um fator que possivelmente tem contribuído para o aumento do número de empresas que publicam a DVA é a previsão de sua obrigatoriedade de elaboração e divulgação pelas sociedades anônimas abertas. Essa obrigatoriedade está prevista no Projeto de Lei 3.741/2000, que em seu artigo 1º altera a redação de uma série de artigos da Lei 6.404/1976, entre eles o artigo 176, que passaria a apresentar a seguinte redação:

Art. 176 – Ao fim de cada exercício social, a Diretoria da Companhia fará elaborar, com base na escrituração mercantil, as seguintes demonstrações contábeis, que deverão exprimir com clareza a situação patrimonial e financeira e as mutações ocorridas no exercício:

.....
II – demonstração das mutações do patrimônio líquido;

.....
IV – demonstração dos fluxos de caixa; e (NR)

V – se companhia aberta, demonstração do valor adicionado (AC).

Em relação à estrutura da DVA, o projeto de Lei 3.741/2000, em seu artigo 1º, prevê que o artigo 188 da Lei 6.404/1976 passe a vigorar com a seguinte redação:

Art. 188 – As demonstrações referidas nos incisos IV e V do art. 176 indicarão, no mínimo:
[...]

II – a demonstração do valor adicionado – o valor da riqueza gerada pela companhia, a sua distribuição entre os elementos que contribuíram para a geração dessa riqueza, tais como empregados, financiadores, acionistas, governo e outros, bem como a parcela da riqueza não distribuída. (NR).

A citação acima demonstra que não há em relação à DVA uma descrição detalhada de sua estrutura e forma de apresentação. Sobre isso, Santos (2003, p. 12) comenta:

[...] não há ainda a definição de mais detalhes sobre o formato e os itens a serem incluídos na Demonstração do Valor Adicionado. Já há, porém um modelo que está sendo utilizado pela imensa maioria das empresas que têm, antecipando a determinações legais, publicado essa demonstração. Esse modelo foi idealizado e desenvolvido pelos pesquisadores da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (Fipecafi), que é um órgão de apoio ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP), e conta com total aceitação pelo mercado. A própria Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tem recomendado sua utilização³⁴.

Caso o Projeto de Lei 3.741/2000 seja aprovado da forma como está, pode-se supor de maneira perfeitamente lógica que o modelo desenvolvido pela FIPECAFI venha a ser, em sua essência, o modelo a ser adotado, em função da aceitação do mercado e da própria recomendação da CVM. Outra possibilidade é a adoção do modelo de demonstração introduzido pela Resolução CFC 1.010/2005, que instituiu a NBC T 3.7, que trata da DVA.

2.4.1.1 A DVA nas empresas do setor de energia elétrica

Boa parte das DVA atualmente publicadas no Brasil é de empresas pertencentes ao setor de energia elétrica. Isso ocorre porque a ANEEL, Agência Nacional de Energia Elétrica, determina no item 9.1.2 do Manual de Contabilidade do Serviço Público de Energia Elétrica, instituído pela Resolução ANEEL 444 de 26 de outubro de 2001, a obrigatoriedade de elaboração e publicação da DVA, do Balanço Social e da DFC pelas empresas concessionárias ou permissionárias de energia elétrica. Tal publicação deve ser feita no Relatório de Administração ou, alternativamente, junto com as demais demonstrações contábeis no caso da DVA e da DFC.

³⁴ Conforme pode ser observado na Seção 1.12 do Ofício Circular/CVM/SNC/SEP nº 01/2005, disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01-2005.asp>>. Acesso em: 20 jan. 2006.

2.4.2 Modelos de DVA em uso no Brasil

2.4.2.1 DVA sugerida pela FIPECAFI

O quadro abaixo apresenta o modelo de DVA desenvolvido pela FIPECAFI, aplicável às empresas em geral³⁵:

Quadro 7 - Modelo de DVA desenvolvido pela FIPECAFI DEMONSTRAÇÃO DO VALOR ADICIONADO	
Descrição	Valor (em R\$ mil)
1 RECEITAS	
1.1 Vendas de mercadorias, produtos e serviços	
1.2 Provisão para devedores duvidosos - Reversão / (Constituição)	
1.3 Não Operacionais	
2 INSUMOS ADQUIRIDOS DE TERCEIROS	
2.1 Matérias-primas	
2.2 Custos das mercadorias e serviços vendidos	
2.3 Materiais, energia, serviços de terceiros e outros	
2.4 Perda / recuperação de valores ativos	
3 VALOR ADICIONADO BRUTO (1-2)	
4 RETENÇÕES	
4.1 Depreciação, amortização e exaustão	
5 VALOR ADICIONADO LÍQUIDO PRODUZIDO PELA ENTIDADE (3-4)	
6 VALOR ADICIONADO RECEBIDO EM TRANSFERÊNCIA	
6.1 Resultado de equivalência patrimonial	
6.2 Receitas financeiras	
7 VALOR ADICIONADO TOTAL A DISTRIBUIR (5+6)	
8 DISTRIBUIÇÃO DO VALOR ADICIONADO	
8.1 Pessoal e encargos	
8.2 Impostos, taxas e contribuições	
8.3 Juros e aluguéis	
8.4 Juros sobre capital próprio e dividendos	
8.5 Lucros retidos / prejuízo do exercício	

FONTE: SANTOS (2003, p. 39)

NOTA: Dados adaptados pelo autor.

³⁵ A FIPECAFI também desenvolveu um modelo de DVA aplicável aos bancos. Maiores detalhamentos podem ser vistos em Santos (2003).

Maiores detalhamentos sobre esse modelo da demonstração podem ser encontrados em Santos (2003). Aprofundamentos sobre a distribuição do valor adicionado para o governo, na forma de impostos, taxas e contribuições podem ser vistos em Santos e Hashimoto (2003).

2.4.2.2 DVA instituída pelo Conselho Federal de Contabilidade

Em janeiro de 2005 o CFC, através da Resolução CFC 1.010/2005, de 21 de janeiro de 2005, instituiu a NBC T 3.7, que trata da DVA.

Para elaborar essa norma, o CFC atuou em cooperação com o Banco Central do Brasil, a CVM, o IBRACON, Instituto dos Auditores Independentes do Brasil, o INSS, Instituto Nacional de Seguro Social, o Ministério da Educação, a Secretaria Federal de Controle, a Secretaria da Receita Federal, a Secretaria do Tesouro Nacional e a Superintendência de Seguros Privados.

O subitem 3.7.2.2 da NBC T 3.7 destaca que a DVA, quando divulgada por uma empresa, deve ser efetuada como informação complementar às demonstrações contábeis, ou seja, na forma de anexo, e dessa forma, a demonstração não se confunde com as notas explicativas. Logo o tratamento dado pelo CFC à demonstração é diferente do dado pelo Projeto de Lei 3.741/2000, que trata a DVA como demonstração contábil.

Outro aspecto importante da norma é que, de acordo com o disposto no subitem 3.7.3.5, se a empresa publicar a DVA, essa deverá ser auditada.

A Resolução CFC 1.010/05 instituiu um modelo de DVA, bastante similar ao modelo proposto pela FIPECAFI, o qual está apresentado na página seguinte:

Quadro 8 – DVA instituída pelo CFC

DEMONSTRAÇÃO DO VALOR ADICIONADO EM:				
Descrição	31/12/T1		31/12/T0	
	Em \$	%	Em \$	%
1 RECEITAS				
1.1 Vendas de mercadoria, produtos e serviços				
1.2 Provisão para devedores duvidosos				
1.3 Resultados não-operacionais				
2 INSUMOS ADQUIRIDOS DE TERCEIROS				
2.1 Materiais consumidos				
2.2 Outros custos de produtos e serviços vendidos				
2.3 Energia, serviços de terceiros e outras despesas operacionais				
2.4 Perda na realização de ativos				
3 RETENÇÕES				
3.1 Depreciação, amortização e exaustão				
4 VALOR ADICIONADO LÍQUIDO PRODUZIDO PELA ENTIDADE				
5 VALOR ADICIONADO RECEBIDO EM TRANSFERÊNCIA				
5.1 Resultado de equivalência patrimonial e dividendos de investimentos avaliado ao custo				
5.2 Receitas financeiras				
5.3 Aluguéis e <i>royalties</i>				
6 VALOR ADICIONADO TOTAL A DISTRIBUIR				
7 DISTRIBUIÇÃO DO VALOR ADICIONADO				
7.1 Empregados				
Salários e encargos				
Comissões sobre vendas				
Honorários da diretoria				
Participação dos empregados nos lucros				
Planos de aposentadoria e pensão				
7.2 Tributos				
Federais				
Estaduais				
Municipais				
(-) incentivos fiscais				
7.3 Financiadores				
Juros				
Aluguéis				
7.4 Juros sobre capital próprio e dividendos				
7.5 Lucros retidos / prejuízo do exercício				

FONTE: Resolução CFC 1.010/2005

NOTA: Dados adaptados pelo autor.

Quando se compara o modelo de DVA proposto pela FIPECAFI e a DVA instituída pelo CFC observam-se pequenas diferenças em relação ao desdobramento mais abrangente de itens na DVA instituída pelo CFC, além da apresentação da demonstração de forma comparativa, mediante divulgação simultânea dos valores referente o período atual e o período anterior, bem como a representação percentual participativa.

Outra diferença é que a DVA instituída pelo CFC inclui no grupo do valor adicionado recebido em transferência os valores contabilizados pela empresa como receitas de aluguéis e *royalties* recebidos (sendo que esses itens são contabilizados como outras receitas operacionais).

Em relação à distribuição do valor adicionado para o governo, além da separação dos valores destinados aos governos federais, estaduais e municipais, a DVA instituída pelo CFC inclui um ajuste do valor total da distribuição decorrente de incentivos fiscais, conforme disposto no item 3.7.2.9 da NBC T 3.7:

3.7.2.9. No componente relativo à distribuição do valor adicionado, devem constar:

[...]

- b) governo – [...] Como os tributos são, normalmente, contabilizados no resultado como se devidos fossem, e os incentivos fiscais, quando reconhecidos em conta de reserva no patrimônio líquido, os tributos que não forem pagos em decorrência de incentivos fiscais devem ser apresentados na Demonstração do Valor Adicionado como item redutor do grupo de tributos.

Por fim, o CFC recomenda que apareça uma linha específica de distribuição de valor adicionado referente à participação dos acionistas minoritários nos lucros retidos, aplicável a DVA consolidada. Nesse caso, deverá ser considerado nessa linha o valor da participação dos acionistas minoritários evidenciada na DRE consolidada.

3 MODELOS ESTATÍSTICOS E DELIMITAÇÃO DA BASE DE DADOS

3.1 Modelos estatísticos

Os modelos estatísticos descritos a seguir serão utilizados para testar as hipóteses de pesquisa propostas para o trabalho, apresentadas no Capítulo 1.

3.1.1 Teste da primeira hipótese

Essa hipótese está relacionada com o problema central de pesquisa do trabalho:

H_{1a} = O valor adicionado líquido para distribuição é relevante para os investidores da BOVESPA.

Normalmente os estudos que buscam verificar o conteúdo informacional (relevância) de uma informação contábil medem o relacionamento entre a informação contábil divulgada e o retorno ou o preço das ações. Para tanto, efetua-se regressão entre a variável contábil que representa a informação contábil divulgada para o mercado e o preço das ações:

$$P_{jt} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{jt} + \varepsilon_{jt}$$

Onde:

- P_{jt} => preço da ação da empresa j no término do ano t ;
- X_{jt} => variável contábil da empresa j ao final do ano t ;
- ε_{jt} => termo de erro da regressão.

Deve-se observar que os estudos que utilizam a especificação acima normalmente consideram o preço das ações na data máxima permitida para publicação das demonstrações contábeis após o término do período t . No caso brasileiro, as empresas têm até 30 de abril para publicarem suas demonstrações financeiras referentes o exercício anterior. A premissa para

utilização do preço das ações quatro meses após o término do exercício social é que o mercado já assimilou as informações divulgadas.

Um aspecto que deve ser observado nos trabalhos que buscam verificar a relevância de informações contábeis diz respeito ao problema de escala das variáveis do modelo utilizado. Assim, por exemplo, a comparação do retorno, ao final do período, de uma ação de uma empresa A, cotada no início do período a \$ 1 e outra ação de uma empresa B, cotada no início do período a \$ 100 apresenta problema de escala em função do tamanho das ações.

Brown *et al.* (1999, p. 85) observam que, por conta desse problema de escala, muitos estudos empíricos que relacionavam o retorno das ações com variáveis contábeis apresentaram baixo coeficiente de determinação R^2 , ao passo que estudos que relacionavam o preço das ações a variáveis contábeis apresentaram níveis mais elevados do coeficiente R^2 . E tudo isso por conta do efeito de escala das variáveis utilizadas nos modelos. Para corrigir o problema de escala das variáveis, os autores sugerem duas formas de tratamento.

A primeira forma de tratamento consiste em estimar *proxies* para o fator escala das variáveis do modelo e introduzi-los nesse para todas as observações. Supondo que o seguinte modelo represente uma relação entre duas variáveis livres do efeito escala:

$$y_j = \alpha + \beta x_j + \varepsilon_j$$

Supondo que as variáveis acima são afetadas por um efeito escala, e que f represente uma *proxy* desse efeito, a correção do problema demanda o seguinte procedimento:

$$f_j y_j = \alpha f_j + \beta f_j x_j + f_j \varepsilon_j$$

Brown *et al.* (1999) sugerem a introdução do coeficiente de variação das variáveis sujeitas ao efeito escala como *proxy* para finalidades de controle (e correção) do efeito.

A segunda forma de tratamento consiste na remoção do efeito escala das variáveis através da divisão dessas por uma *proxy* desse efeito. Supondo que f represente uma *proxy* para o efeito escala tem-se:

$$\frac{y_j}{f_j} = \frac{\alpha}{f_j} + \frac{\beta x_j}{f_j} + \frac{\varepsilon_j}{f_j}$$

Brown *et al.* (1999) sugerem o preço das ações do ano anterior (P_{t-1}) como *proxy* do efeito escala, de tal forma que a divisão de todas as observações relacionadas às variáveis de um modelo pelo preço da ação do período anterior resultará em observações em escala constante.

De acordo com Brown *et al.* (1999), o coeficiente de determinação R^2 de regressões sem o controle do efeito escala é sempre maior que o coeficiente R^2 de regressões em que há o controle do efeito escala das variáveis. Além disso, em regressões sem o controle do efeito escala, o coeficiente R^2 aumenta (diminui) na medida em que aumenta (diminui) a variância das variáveis sujeitas ao efeito de escala. Por conta desses fatores, os autores salientam que diferenças no coeficiente R^2 entre duas ou mais variáveis podem decorrer em função do efeito escala presente nas amostras de dados, de tal forma que é errado atribuir ao poder explicativo das variáveis em estudo as diferenças nos coeficientes R^2 . Dessa forma, os autores argumentam que diferenças no coeficiente R^2 somente podem ser consideradas como evidências de diferença (ou aumento ou diminuição ao longo do tempo) da relevância de uma variável contábil quando o efeito escala for desprezível ou controlado.

Segundo Brown *et al.* (1999), a utilização dos preços com defasagem de um ano como forma de controle do efeito escala das variáveis conduz à seguinte interpretação do coeficiente R^2 das regressões: **Se \$ 1 for investido em cada uma das ações da amostra de dados no início de um período t , o coeficiente R^2 da regressão das variáveis em análise representará o percentual do retorno da ação ao término do período t que pode ser explicado exclusivamente pela variável contábil independente (lucro, patrimônio líquido, ou, no caso do presente trabalho, valor adicionado) regredida contra o preço das ações.** Assim, se uma regressão nesses moldes apresentar um coeficiente R^2 de 0,10, pode-se afirmar que 10% do retorno das ações no período é função exclusiva da variável independente em análise.

Por conta da argumentação acima, a regressão abaixo será utilizada para testar a primeira hipótese de pesquisa do presente trabalho:

$$\frac{P_{jt}}{P_{jt-1}} = \frac{\delta_0}{P_{jt-1}} + \frac{\delta_1 VAA_{jt}}{P_{jt-1}} + \varepsilon_{jt} \quad (1)$$

Onde:

- P_{jt} => preço da ação da empresa j quatro meses após o término do ano t ;
- P_{jt-1} => preço da ação da empresa j quatro meses após o término do ano $t-1$;
- VAA_{jt} => valor adicionado líquido para distribuição por ação da firma j ao final do ano t ;
- ε_{jt} => termo de erro da regressão.

O modelo acima é semelhante ao utilizado por Bao e Bao (1996), de tal forma que os resultados do presente estudo são comparáveis com os resultados do referido estudo, em função da eliminação do efeito escala das variáveis.

A expectativa é que a variável valor adicionado líquido para distribuição apresente-se como relevante para o mercado e com coeficiente positivo e estatisticamente significativo, confirmando assim, os resultados de pesquisas anteriores.

3.1.2 Teste da segunda e terceira hipóteses

A segunda e terceira hipóteses de pesquisa do trabalho são as seguintes:

H_{1b} = O valor adicionado líquido para distribuição apresenta desempenho, medido pelo coeficiente R², superior ao lucro líquido.

H_{1c} = O valor adicionado líquido para distribuição apresenta desempenho, medido pelo coeficiente R², superior ao patrimônio líquido.

Collins *et al.* (1997, p. 45) sugerem o modelo abaixo para verificar a relevância do lucro e do patrimônio líquido:

$$P_{jt} = \alpha_0 + \alpha_1 LPA_{jt} + \alpha_2 VPA_{jt} + \varepsilon_{jt}$$

Onde:

- P_{jt} => preço da ação da empresa j na data máxima para publicação das demonstrações financeiras após o término do exercício social t ;
- LPA_{jt} => lucro líquido por ação da empresa j para o exercício social t ;
- VPA_{jt} => valor patrimonial da ação j (patrimônio líquido por ação) ao final do ano t ;
- ε_{jt} => termo de erro da regressão.

Esse modelo pode ser desdobrado em dois, um para testar a relevância do lucro e o outro para testar a relevância do patrimônio líquido. Seguindo essa orientação, utiliza-se a seguinte regressão para testar a segunda hipótese de pesquisa:

$$\frac{P_{jt}}{P_{jt-1}} = \frac{\varphi_0}{P_{jt-1}} + \frac{\varphi_1 LPA_{jt}}{P_{jt-1}} + \varepsilon_{jt} \quad (2)$$

Onde:

- P_{jt} => preço da ação da empresa j quatro meses após o término do exercício social t ;
- P_{jt-1} => preço da ação da empresa j quatro meses após o término do ano $t-1$;
- LPA_{jt} => lucro líquido por ação da empresa j para o exercício social t ;
- ε_{jt} => termo de erro da regressão.

Observe-se que o modelo acima constitui uma variação do tradicional modelo de capitalização de resultados³⁶ em que há o relaxamento da condição de proporcionalidade entre o preço da ação P_{it} e o direcionador do valor x_{it} ³⁷ na proporção do coeficiente multiplicador β_t , em função da introdução de um intercepto, o que faz com que outros fatores, omitidos no modelo, além do direcionador de valor afetam o preço de uma determinada ação.

A fim de se aceitar ou rejeitar a segunda hipótese de pesquisa, os resultados da regressão 2 deverão ser comparados com os resultados da regressão 1. Dessa forma, a regressão com o maior coeficiente R^2 apresentará um poder explicativo maior e, conseqüentemente, apresentará maior relevância para os investidores da bolsa de valores. A expectativa é que o valor adicionado líquido para distribuição apresente um coeficiente R^2 maior do que o do lucro, o que confirmaria os resultados de pesquisas empíricas anteriores (RIABI-BELKAOUI, 1993; BAO, 1998; FIRER, 2004).

Diversos trabalhos empíricos verificaram a relevância separada (e conjunta) do lucro e do patrimônio líquido, e os resultados destes trabalhos demonstraram que o patrimônio líquido apresenta um poder explicativo maior do que o lucro no contexto brasileiro. (LOPES, 2001; LOPES; TEIXEIRA, 2003; COSTA, 2005). Para testar a terceira hipótese de pesquisa utiliza-se a seguinte regressão, derivada do modelo proposto por Collins *et al.* (1997):

$$\frac{P_{jt}}{P_{jt-1}} = \frac{\phi_0}{P_{jt-1}} + \frac{\phi_1 VPA_{jt}}{P_{jt-1}} + \varepsilon_{jt} \quad (3)$$

Onde:

- P_{jt} => preço da ação da firma j quatro meses após o término do ano t ;
- P_{jt-1} => preço da ação da empresa j quatro meses após o término do ano $t-1$;
- VPA_{jt} => valor patrimonial da ação j ao final do ano t ;
- ε_{jt} => termo de erro da regressão.

³⁶ *Earnings capitalization model*. Para maiores detalhes, ver Liu *et al.* (2002).

³⁷ Na regressão 2, ao variável LPA corresponde ao direcionador de valor x_{it} .

A fim de se aceitar ou rejeitar a terceira hipótese de pesquisa, os resultados da regressão 3 deverão ser comparados com os resultados da regressão 1. Dessa forma, a regressão com o maior coeficiente R^2 apresentará um poder explicativo maior e, conseqüentemente, apresentará maior relevância para os investidores da bolsa de valores.

3.1.3 Teste da quarta e quinta hipóteses

A quarta e quinta hipóteses são as seguintes:

H_{1d} = O valor adicionado líquido para distribuição das companhias abertas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA é relevante para o mercado.

H_{1e} => O valor adicionado líquido para distribuição das empresas da amostra de dados listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA apresenta desempenho, medido pelo coeficiente R^2 , superior ao valor adicionado líquido para distribuição das demais empresas da amostra de dados.

Para os testes relacionados com essas hipóteses de pesquisa será utilizada a regressão 1. Da forma como as hipóteses foram definidas, inicialmente é necessário separar as empresas da amostra de dados em dois grupos:

- a) Empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA, as quais, para efeitos de simplificação, passam a ser designadas como “empresas governança”;
- b) Demais empresas da amostra de dados, que, para efeitos de simplificação, serão denominadas “empresas não governança”.

Para o teste da quarta hipótese de pesquisa serão efetuadas três regressões: uma para as ações totais, uma para as ações ordinárias e mais uma para as ações preferenciais. A expectativa é que os coeficientes das três regressões sejam positivos e estatisticamente significativos, demonstrando que o valor adicionado líquido gerado pelas “empresas governança” é uma informação relevante para o mercado.

Para testar a quinta hipótese serão efetuadas as mesmas regressões, porém a base de dados será composta pelas empresas “não governança”. Após isso, os coeficientes R^2 encontrados para as regressões das ações totais, ações ordinárias e ações preferenciais das empresas “não governança” serão comparados com os mesmos coeficientes obtidos nas mesmas regressões feitas para as “empresas governança”. A expectativa é que os coeficientes R^2 das “empresas governança” sejam maiores do que os das “empresas não governança”, o que revelaria que o valor adicionado líquido para distribuição apresenta maior conteúdo informacional para as empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA, em função dos mecanismos de governança corporativa mais rígidos a que essas empresas estão sujeitas, de tal forma que o maior grau de transparência dessas em relação às “empresas não governança”, decorrente da divulgação de informações contábeis suplementares (como a DVA), passe a desempenhar um papel importante na análise de investimentos nessas empresas.

3.2 Delimitação da amostra de dados

A população de empresas do presente estudo é composta pelas sociedades anônimas abertas não financeiras com ações negociadas na BOVESPA que publicaram a DVA em seus relatórios financeiros nos anos de 2000, 2001, 2002, 2003 e 2004. Para determinar quais foram essas empresas, utilizou-se o banco de dados da FIPECAFI, com os seguintes resultados:

- a) 2000 => 59 empresas;
- b) 2001 => 64 empresas;
- c) 2002 => 68 empresas;
- d) 2003 => 68 empresas;
- e) 2004 => 73 empresas.

Ou seja, 332 DVA foram publicadas pelas sociedades anônimas abertas não financeiras no período compreendido entre 2000 e 2004.

O passo seguinte consistiu em obter, com o auxílio do banco de dados Economatica os seguintes dados:

- a) Lucro líquido dos anos de 2000 a 2004;
- b) Patrimônio líquido dos anos de 2000 a 2004;
- c) Quantidade de ações existente em 31/12/2000, 31/12/2001, 31/12/2002, 31/12/2003 e 31/12/2004.

Esses dados foram utilizados para construir as variáveis LPA, Lucro por Ação e VPA, Valor Patrimonial da Ação.

A seguir foram obtidas, com auxílio do banco de dados Economatica, as cotações de fechamento das ações em 28/04/2000, 30/04/2001, 30/04/2002, 30/04/2003, 30/04/2004 e 30/04/2005, sendo que foi feita separação entre ações ordinárias e ações preferenciais, por conta de correlação entre as cotações em função de comportamento similar.

Por fim, foram obtidas as DVA das empresas da amostra, através do *download* das Demonstrações Financeiras Padronizadas constantes do banco de dados da BOVESPA. O valor adicionado líquido para distribuição foi utilizado, em conjunto com a quantidade de ações existentes ao término de cada período, para a construção da variável VAA, Valor Adicionado Líquido para Distribuição por Ação.

Após uma análise preliminar, foram descartadas as empresas que fecharam o capital durante o período em análise³⁸, bem como as empresas que não apresentaram cotações nos períodos em análise. Por conta disso, a amostra final de empresas é constituída da seguinte forma³⁹:

- a) 2000 => 49 empresas;
- b) 2001 => 53 empresas;
- c) 2002 => 56 empresas;
- d) 2003 => 61 empresas;
- e) 2004 => 65 empresas.

Dessa forma, a amostra de dados é composta por 284 empresas. Como algumas dessas empresas possuem tanto ações preferenciais como ações ordinárias, após o agrupamento final de dados, a amostra final de dados é constituída por 459 observações, das quais 202 se referem às ações ordinárias e 257 às ações preferenciais.

³⁸ O fechamento de capital impossibilita a utilização dessas empresas nas análises, pois não mais é possível acessar a DVA dessas empresas, uma vez que suas Demonstrações Financeiras Padronizadas são retiradas do banco de dados da BOVESPA a partir do momento em que fecham o capital.

³⁹ A listagem dessas empresas, ano a ano, encontra-se no Apêndice 1.

4 RESULTADOS E ANÁLISE DE DADOS

4.1 Estatísticas descritivas

Na tabela abaixo são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas nas regressões:

Tabela 9 - Estatísticas descritivas

Variáveis	Ações Ordinárias			Ações Preferenciais		
	Média	Mediana	Desvio padrão	Média	Mediana	Desvio padrão
$P_{jt}^{(1)}$	1,50282	1,32028	0,92941	1,46173	1,28003	0,82484
$LPA_{jt}^{(2)}$	0,03071	0,12945	0,62804	0,10224	0,15730	0,49895
$VPA_{jt}^{(3)}$	2,20362	1,43206	2,51573	2,30249	1,51725	2,38700
$VAA_{jt}^{(4)}$	1,85200	1,13173	2,49482	1,91690	1,19072	2,32043

NOTAS:

(1) P_{jt} = Preço da ação da empresa j 4 meses após o encerramento do ano t

(2) LPA_{jt} = Lucro por ação da empresa j para o ano t

(3) VPA_{jt} = Valor patrimonial da ação da empresa j para o ano t

(4) VAA_{jt} = Valor adicionado por ação da empresa j para o ano t

(1999). Os resultados, em termos de coeficiente R^2 são consistentes com os argumentos apresentados por Brown *et al.* (1999), no que tange à diminuição do poder explicativo das variáveis contábeis ao se neutralizar o efeito de escala das variáveis do modelo. Mesmo assim, é possível contestar os resultados, partindo do pressuposto que os coeficientes R^2 são baixos e assim, não apresentam validade para determinadas decisões que possam ser tomadas. Entretanto, Dalmácio *et al.*⁴⁰ (2005, p. 13) destacam que ainda na existe “[...] na literatura financeira um padrão ou consenso sobre os limites para que R^2 possam ser considerados / classificados como ‘bons’ / ‘aceitáveis’ ou ‘ruins’ / ‘não-aceitáveis’”. Da mesma forma, os modelos utilizados no trabalho não são estruturados com o objetivo de servirem de modelos de previsão (modelos de *valuation*), mas sim como modelos de finalidades explicativas.

Por fim, observa-se que os interceptos são relevantes e estatisticamente significativos a 99%. Isso decorreria pelo fato de os números contábeis, (e nesse caso, o valor adicionado é um número contábil) não conseguirem captar toda a informação presente no mercado. (LOPES; TEIXEIRA, 2003).

⁴⁰ Em seu estudo, Dalmácio *et al.* (2005) utilizaram (da mesma forma como utilizado no presente trabalho) a segunda forma de neutralização do efeito escala proposta por Brown *et al.* (1999), e em suas regressões chegaram a coeficientes R^2 próximos a 0,10, sem que isso necessariamente afetasse as conclusões do trabalho em si.

A análise da tabela acima demonstra que o patrimônio líquido tem relevância para o mercado, com coeficientes estatisticamente significativos a 99%. Da mesma forma que ocorreu com os lucros, os resultados são consistentes com as evidências empíricas anteriores (LOPES, 2001, LOPES; TEIXEIRA, 2003; COSTA, 2005).

Entretanto, diferentemente dos resultados dos trabalhos anteriores, não há uma clara superioridade do modelo baseado no patrimônio líquido em relação ao modelo baseado no lucro líquido para a **amostra de empresas do presente estudo**. Inclusive, no que tange as ações preferenciais, o lucro líquido apresenta um coeficiente de determinação R^2 superior ao coeficiente obtida na regressão do patrimônio líquido para essa classe de ações.

Ao se comparar os coeficientes R^2 obtidos na regressão 1 (apresentados na tabela 10) com os obtidos na regressão 3 (apresentados na tabela 12), não fica claro se o valor adicionado apresenta desempenho melhor do que o patrimônio líquido. Ao analisar as estatísticas t, o valor adicionado por ação das ações ordinárias é de 3,041 e das ações preferenciais é de 3,789. Já a estatística t do valor patrimonial por ação das ações ordinárias é de 3,323, e das ações preferenciais é de 3,651. Dessa forma, observa-se uma superioridade pequena do valor adicionado em relação ao patrimônio líquido para as ações preferenciais, o que faz com que não se possa nem aceitar nem rejeitar a terceira hipótese para esse tipo de ação. Já nas ações ordinárias, a superioridade do valor patrimonial por ação em relação ao valor adicionado por ação é mais acentuada, o que leva à rejeição da terceira hipótese de pesquisa em relação a esse tipo de ação.

4.4 Relevância do valor adicionado para empresas com níveis diferenciados de governança corporativa

Nessa seção são apresentados os testes relacionados à quarta e à quinta hipótese de pesquisa do trabalho. Para efetuar os testes, a amostra de dados foi dividida em dois grupos, da seguinte forma:

- a) Empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA => “empresas governança”; ⁴¹
- b) Demais empresas da amostra de dados => “empresas não governança”.

Após ter sido feita a identificação dessas empresas, foi feita a segregação das observações entre ações ordinárias e preferenciais, para os grupos “empresas governança” e “empresas não governança”, conforme pode ser observado na tabela abaixo:

Tabela 13 - Separação entre empresas consideradas no índice de Governança Corporativa

Classe da ação	Empresas Governança	Empresas Não Governança	Total
Ordinárias	54	148	202
Preferenciais	76	181	257
Total	130	329	459

O passo seguinte foi “rodar” as regressões para o total das ações, para as ações ordinárias e para as ações preferenciais, utilizando a regressão 1. Os resultados são os seguintes:

⁴¹ A listagem das empresas que aderiram aos níveis 1 e 2 de governança corporativa e novo mercado da BOVESPA está disponível em www.bovespa.com.br. A partir dessa listagem foram identificadas as empresas que publicaram a DVA em seus relatórios financeiros. A relação dessas empresas encontra-se no apêndice 2.

Conforme esperado, a tabela acima demonstra que o valor adicionado líquido para distribuição é relevante para o mercado em relação às empresas classificadas como “empresas governança”, bem como para as classificadas como “empresas não governança”, com grau de significância de 99% em ambos os casos. Da mesma forma, o coeficiente R^2 é maior nas empresas classificadas como “empresas governança”, de tal forma que o valor adicionado líquido para distribuição funciona melhor como variável explicativa para essas companhias do que para empresas não listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA. Uma possível explicação para isso é que essas empresas, ao adotarem níveis mais elevados de governança corporativa, passam a apresentar uma série de comprometimentos, bem como uma maior preocupação com a transparência e a divulgação de informações financeiras complementares (como a DVA). Logo, uma maior quantidade de informações a respeito dessas empresas é disponibilizada, o que possibilita que seus investidores (na grande maioria dos casos acionistas preferenciais) efetuem análises mais acuradas de seus investimentos.

Ao analisar a relevância do valor adicionado para as ações ordinárias, observa-se que essa informação é relevante para o mercado com grau de significância de 87% para as “empresas governança” e grau de significância de 98% para as “empresas não governança”. Esses resultados permitem afirmar que a informação do valor adicionado não é prioritária para os acionistas ordinários, que, em função da estrutura de capital das sociedades anônimas abertas, normalmente recebem essa informação antes que ela seja divulgada para o mercado.

Já a análise da relevância do valor adicionado para as ações preferenciais revela dados interessantes. Para os acionistas preferenciais de “empresas governança”, a informação é relevante com grau de significância superior a 99% e coeficiente de determinação R^2 de 0,24. Já para os acionistas preferenciais de “empresas não governança”, a informação do valor adicionado é relevante com grau de significância de 98% e coeficiente de determinação R^2 de 0,03. Ou seja, a informação do valor adicionado, quando divulgada pelas empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA é particularmente relevante para os acionistas preferenciais, desempenhando um papel importante para finalidades de avaliação de investimento desse tipo específico de ação desse tipo de empresa. **Seguindo o raciocínio de Brown *et al.* (1999, p. 103-104), ao se utilizar regressões ajustadas pelos preços dos anos anteriores, o coeficiente R^2 representa o percentual do retorno da ação**

durante o período de um ano que pode ser atribuído à divulgação, nesse caso, da DVA, em especial, o valor adicionado líquido para distribuição.

Nesse ponto surge um questionamento. A análise conjunta das tabelas 10 e 11 demonstraram que os resultados do teste da segunda hipótese de pesquisa não se mostraram conclusivos em relação a um maior poder explicativo do valor adicionado em relação ao lucro líquido, conforme foi demonstrado em outros trabalhos (RIABI-BELKAOUI, 1993; BAO; BAO, 1998, FIRER, 2004). Por conta disso, qual é o comportamento de lucro líquido para a amostra de empresas, quando se faz a segregação entre “empresas governança” e “empresas não governança”?

Para responder esse questionamento, foi utilizada a regressão 2 para as observações segregadas nos dois grupos, em relação às ações totais, ações ordinárias e ações preferenciais.

Os resultados dessas regressões estão na tabela a seguir:

Tabela 15 - Relevância do lucro líquido para empresas listadas nos níveis 1 ou 2 de Governança Corporativa ou Novo Mercado

Painel A: relevância do lucro líquido para empresas Governança									
$\frac{P_{jt}}{P_{jt-1}} = \frac{\varphi_0}{P_{jt-1}} + \frac{\varphi_1 LPA_{jt}}{P_{jt-1}} + \varepsilon_{jt} \quad (2)$									
Item	Ações totais (n=130)			Ações ordinárias (n=54)			Ações preferenciais (n=76)		
	δ_0	δ_1	R^2	δ_0	δ_1	R^2	δ_0	δ_1	R^2
Coeficiente	1,218	1,136		1,246	0,791		1,149	1,561	
Estatística t	23,107	7,818	0,32	20,671	5,153	0,33	14,097	6,508	0,36
p-value	0,000	0,000		0,000	0,000		0,000	0,000	
Painel B: relevância do lucro líquido para empresas Não Governança									
$\frac{P_{jt}}{P_{jt-1}} = \frac{\varphi_0}{P_{jt-1}} + \frac{\varphi_1 LPA_{jt}}{P_{jt-1}} + \varepsilon_{jt} \quad (2)$									
Item	Ações totais (n=329)			Ações ordinárias (n=148)			Ações preferenciais (n=181)		
	δ_0	δ_1	R^2	δ_0	δ_1	R^2	δ_0	δ_1	R^2
Coeficiente	1,490	0,256		1,551	0,207		1,435	0,330	
Estatística t	28,643	3,080	0,03	18,193	1,679	0,01	22,348	2,901	0,04
p-value	0,000	0,002		0,000	0,095		0,000	0,004	

NOTAS:

P_{jt} = Preço da ação da empresa *j* 4 meses após o encerramento do ano *t*P_{jt-1} = Preço da ação da empresa *j* 4 meses após o encerramento do ano *t-1*LPA_{jt} = Lucro por ação da empresa *j* para o ano *t*

A análise da tabela 15 demonstra algumas informações interessantes. É possível perceber que o lucro líquido é relevante para as “empresas governança”, com coeficientes R^2 superiores a 33% tanto para ações ordinárias como para ações preferenciais. Esses resultados são significativos, pois demonstram um papel importante do lucro líquido para o mercado em relação às empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA. Essa constatação reforça a importância da contabilidade como ferramenta de redução de assimetria informacional, pois a adoção de boas práticas de governança corporativa, especialmente em relação à transparência e o maior grau de comprometimento com a publicação de informações financeiras complementares contribuiu para esses resultados. Claro que esses resultados devem ser interpretados com cautela, afinal, referem-se a uma amostra restrita de empresas, entretanto; a título de comparação, em um estudo sobre a relevância do lucro segundo as normas e práticas contábeis brasileiras para o mercado, em que a amostra foi constituída por empresas brasileiras com ADR na bolsa valores de Nova Iorque (ou seja, também uma amostra restrita de empresas), Costa (2005) encontrou um R^2 de 0,07 para ações ordinárias e 0,01 para ações preferenciais. Esses resultados podem constituir objeto de pesquisas futuras, haja vista que tal verificação não foi cogitada para o presente trabalho, sendo realizada apenas a título de curiosidade.

Quando comparados aos resultados da relevância do valor adicionado, evidenciados na tabela 14, observa-se um maior poder explicativo do lucro líquido em relação ao valor adicionado. Por conta disso, para as “empresas governança” rejeita-se a segunda hipótese de pesquisa do trabalho, contrariando, assim, os achados de pesquisas internacionais.

Um das razões para a divergência entre os resultados do presente trabalho e as evidências empíricas internacionais decorre do fato desses estudos considerarem não o efetivo valor adicionado gerado por uma empresa e disponível para distribuição (que é a variável de valor adicionado considerada no presente trabalho), e sim *proxies* do valor adicionado baseadas em fórmulas do valor adicionado. Assim, para a determinação do valor adicionado, os autores desses estudos coletaram os dados diretamente da DRE. Ao procederem dessa forma, esses estudos ignoraram o fato de que, alguns componentes da fórmula do valor adicionado não necessariamente transitam pelo resultado em um determinado período, como por exemplo, o valor da mão-de-obra e depreciação considerada como custo de produção de estoques não vendidos (e, portanto ativada). Outro aspecto diz respeito aos impostos, que na fórmula do valor adicionado considera o valor contabilizado como despesa de impostos. Entretanto, no

caso brasileiro, os tributos cumulativos são normalmente considerados na DVA pelos valores líquidos de recolhimento e os tributos não cumulativos pelo valor considerado como despesa. Por conta desses motivos, pode ser que o valor adicionado calculado pela fórmula do valor adicionado líquido não corresponda de fato ao valor adicionado líquido para distribuição, extraído da DVA em uso no Brasil. Assim, a verificação empírica se o valor adicionado calculado pela fórmula do valor adicionado líquido constitui uma *proxy* para o efetivo valor adicionado de uma empresa também pode se constituir um tema de estudos futuros.

Por fim, para a amostra de “empresas não governança”, os resultados da tabela 15 indicam que o lucro líquido é relevante para o mercado com grau de significância de 99%, 90% e 99% para a amostra total, amostra de ações ordinárias e amostra de ações preferenciais, respectivamente. Entretanto, os resultados em termos do coeficiente R^2 encontram-se bem abaixo da amostra de “empresas governança”. Em relação aos resultados das regressões do valor adicionado, é possível afirmar que, somente em relação às ações ordinárias existe certo predomínio do valor adicionado sobre o lucro.

Deve-se salientar que todos os resultados encontrados neste estudo são aplicáveis somente às empresas que constituem a amostra, ou seja, as companhias abertas que publicaram a DVA, logo, não é possível generalizar os resultados para todas as empresas com ações negociadas na BOVESPA, especialmente em relação aos achados evidenciados na tabela 14.

5 CONCLUSÕES

5.1 Considerações gerais

O trabalho que aqui se encerra procurou contribuir para com o debate acadêmico relacionado à Demonstração do Valor Adicionado, entretanto, sob uma ótica diversa do que comumente é debatido em relação à demonstração: o conteúdo informacional, ou seja, a relevância, medida em termos de associação do valor adicionado com o preço das ações, das informações extraídas dela para os investidores da Bolsa de Valores de São Paulo.

A justificativa para isso decorre do objetivo primordial da contabilidade, que é gerar informações úteis para os usuários das informações contábeis. A partir desse objetivo, resta definir qual informação é útil, ou seja, relevante, e qual é o usuário dessa informação. Para tal finalidade, pode-se recorrer tanto à corrente comumente chamada de Teoria Normativa da Contabilidade ou então à Teoria Positiva da Contabilidade.

Os trabalhos dessa natureza, desenvolvidos dentro do arcabouço conceitual da Teoria Positiva da Contabilidade resolvem a questão da relevância de uma determinada informação contábil de forma bastante pragmática: se a variável contábil em estudo (tratada como variável (is) independente (s)) possuir associação estatisticamente significativa com uma variável dependente, normalmente o preço ou o retorno das ações, diz-se que essa informação contábil possui conteúdo informacional, e dessa forma, é relevante para o mercado. Nesse caso, o significado de ter associação estatisticamente significativa é que a informação contábil em questão (variável independente) influencia o comportamento da variável dependente (retorno ou preço das ações).

Evidências empíricas internacionais demonstraram que o valor adicionado é estatisticamente significativo e apresenta relevância para o mercado, com coeficientes de determinação R^2 em alguns casos superiores aos coeficientes de medidas contábeis tradicionais como o lucro, além do fluxo de caixa e do EVA. Entretanto, esses estudos utilizaram *proxies* para o valor adicionado, baseada em fórmulas de valor adicionado presentes na literatura, haja vista a DVA não ser publicada nos Estados Unidos, que é onde a grande maioria desses estudos foi

realizada. Mesmo assim, isso constitui um paradoxo, afinal, como uma demonstração, que a princípio é destinada para um número amplo de *stakeholders* pode apresentar maior relevância para o mercado do que a DRE, que é basicamente destinada aos acionistas?

Nesse ponto, esses estudos empíricos, em sua grande maioria são falhos, pois não conseguiram levantar hipóteses do por que disso. Algumas possíveis explicações podem ser teorizadas, como por exemplo:

- a) O valor adicionado é uma *proxy* monetária para a produtividade de uma empresa.(BAO; BAO, 1989; PARSONS; CORRIGAN, 1998). Assim, aumentos de valor adicionado podem significar aumentos de produtividade, desde que sejam controlados fatores tais como variação de preços dos produtos acabados e dos insumos básicos;
- b) Aparentemente o valor adicionado possui relação direta com os ativos intangíveis de uma empresa. Por exemplo, uma camiseta, cuja fabricação é terceirizada por duas grifes para um mesmo produtor, terá basicamente o mesmo custo de produção (e o mesmo custo dos insumos básicos), mas o preço de venda dependerá do *status* de cada grife. Logo, uma grife que apresentar um maior status poderá vender essa camiseta a um preço maior do que a outra grife, em que pese o valor dos insumos básicos utilizados serem o mesmo. Logo, a grife de mais *status* adiciona mais valor do que a grife de menos *status*. Também já foi documentada relação entre o valor adicionado e o capital intelectual (FIRER; WILLIAMS, 2003; FIRER; STAINBANK, 2003; RIAHI-BELKAoui, 2003; HO; WILLIAMS, 2003);
- c) Beaver (2002) destaca que existem evidências que os investidores observam informações que constam em notas explicativas ou em informações complementares para avaliarem o comportamento de ações, o que, nesse caso, nesse caso, abrangeria as informações sobre o valor adicionado;
- d) Por fim, no caso brasileiro, é cada vez maior a preocupação com as boas práticas de governança corporativa. Dentro dessas práticas há o incentivo para divulgação de informações complementares às informações contábeis tradicionais, logo, o investidor em ações desse tipo de empresa, aparentemente, analisa com mais cuidado essas informações extras, como por exemplo, a DVA.

Este trabalho não teve como objetivo buscar respostas para as hipóteses acima, entretanto, elas podem servir como motivações para estudos futuros, haja em vista os resultados dos testes empíricos demonstrados no trabalho, que revelam a relevância para o mercado de informações contidas na DVA.

O problema de pesquisa proposto para o presente trabalho buscou verificar se o valor adicionado líquido para distribuição, evidenciado através da DVA das companhias abertas que publicam a demonstração, é relevante para os investidores da BOVESPA.

Tendo em vista os resultados dos testes empíricos apresentados no Capítulo 4, pode-se afirmar que a informação do valor adicionado líquido para distribuição, evidenciado na DVA das companhias abertas que publicam a demonstração possui conteúdo informacional, e dessa forma é relevante para os investidores da BOVESPA. Além disso, é possível afirmar que, para as ações ordinárias, o valor adicionado líquido para distribuição apresenta desempenho superior ao lucro, porém inferior ao patrimônio líquido. Já no caso das ações preferenciais, os resultados sugerem que o valor adicionado líquido para distribuição apresenta desempenho muito próximo ao patrimônio líquido, porém inferior ao lucro.

Quando se separou a amostra de dados entre as empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA e as empresas “normais”, foi constatada a relevância do valor adicionado para ambos os grupos, porém, em especial, detectou-se uma grande associação do valor adicionado com as ações preferenciais das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA. Esses resultados sugerem a importância da DVA, enquanto informação complementar para os investidores nesse tipo de empresa, que buscam uma maior gama de dados para fundamentar suas decisões de investimentos, e confirmam a importância da contabilidade e da divulgação de informações econômico-financeiras em um contexto de observância das “boas práticas de governança corporativa”. Essa constatação é reforçada pelos resultados apresentados na tabela 15, que verificou a relevância do lucro para as empresas segregadas entre “governança” e “não governança”.

5.2 Limitações do trabalho

Algumas limitações do presente trabalho já foram apresentadas ao longo do próprio corpo do texto, entretanto, podem ser condensadas conforme o disposto abaixo.

A principal limitação do trabalho diz respeito aos resultados dos testes empíricos. Eles somente são válidos para as empresas da amostra de dados, ou seja, companhias abertas que publicaram a DVA no período de 2000 a 2004. Assim, os resultados aqui apresentados, especialmente no que tange ao último teste realizado utilizando o lucro por ação como variável independente, não podem ser generalizados para todo o mercado.

Outra limitação diz respeito à bibliografia pouco extensa sobre o assunto, especialmente no que tange aos estudos empíricos. Como a DVA não é uma demonstração contábil obrigatória e, além disso, sequer chegou a ser publicada em vários países, os resultados dos testes empíricos realizados, especificamente no contexto norte-americano, podem apresentar problemas de interpretação dos resultados, haja vista esses estudos utilizarem *proxies* para o valor adicionado gerado pelas empresas, calculado através de fórmulas presentes na literatura e não informações extraídas diretamente de uma DVA normatizada.

Por fim, outra limitação diz respeito à pequena quantidade de empresas na amostra de dados, na média dos cinco anos 57 empresas, que geraram 459 observações. Pode ser que, com amostras maiores os resultados seriam outros. Entretanto, dado o panorama de crescimento no número de empresas que publicam a DVA por uma série de razões, e levando-se em conta a sua possível obrigatoriedade no futuro, replicações desse estudo poderão apresentar resultados mais consistentes.

5.3 Sugestões para estudos futuros

Em relação às sugestões para estudo futuros, alguns deles já foram listados no próprio corpo do texto, mas podem ser resumidos da seguinte forma:

- a) Verificação da igualdade estatística de médias de séries temporais de valor adicionado calculado de acordo com os conceitos econômicos e de acordo com os conceitos contábeis;
- b) Verificação da possível relação do valor adicionado com os ativos intangíveis; no que tange às marcas, capital intelectual, pesquisa e desenvolvimento e outros ativos intangíveis;
- c) Verificação dos fatores que levam as empresas a divulgarem de forma espontânea a DVA;
- d) Verificação se as fórmulas de valor adicionado presentes na literatura podem ser de fato consideradas como *proxies* para a DVA, no que tange à determinação do valor adicionado gerado e disponível para distribuição por parte das empresas;
- e) Verificação da variabilidade e da persistência de séries de valor adicionado em comparação à variabilidade e persistência de séries de lucros e fluxos de caixa;
- f) Aprofundamentos dos estudos sobre a relevância do valor adicionado, como por exemplo, a consideração dessa variável no modelo de Ohlson, com o objetivo de verificar a existência de poder explicativo adicional providenciado pelos componentes “não de resultado” do valor adicionado.

Além disso, outras pesquisas poderão ser feitos no futuro, haja vista que a DVA oferece um grande território para estudos.

5.4 Contribuições do trabalho

Basicamente o que esse trabalho demonstrou é que o valor adicionado líquido para distribuição, evidenciado pela DVA possui conteúdo informacional, e dessa forma é relevante para os investidores da BOVESPA (além de ser relevante para uma série de outros *stakeholders*, conforme foi discutido em literatura pertinente), o que, dentro do âmbito da Teoria Positiva da Contabilidade legitima o legislador que instituiu a possível obrigatoriedade de apresentação da DVA no conjunto das demonstrações contábeis publicadas pelas sociedades anônimas abertas, conforme disposto no Projeto de Lei 3.741/2000. Assim, espera-se que o presente trabalho tenha contribuído para o avanço do debate acadêmico em torno da DVA, em função dos resultados apresentados no trabalho.

REFERÊNCIAS

ANDRADE, Jorge Luiz da Rocha. **Valor adicionado**: um estudo sobre a evidenciação no Brasil. Rio de Janeiro, 2003, Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis), Universidade do Estado do Rio de Janeiro.

ANDRADE, Maria Margarida de. **Como preparar trabalhos para cursos de pós-graduação** 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

ASKREM, Barbara; BANNISTER, James W.; PAVLIK, Ellen L. *The impact of performance plan adoption on value added and earnings*. **Managerial Finance**, Patrinton, v.20, n.9, p.27-43, 1994.

BANNISTER, James W.; RIAHI-BELKAOUI, Ahmed. *Value added and corporate control in US*. **Journal of International Financial Management and Accounting**. Oxford, v. 3, p. 241-257, autumn 1991.

BAO, Ben-Hsien. BAO, Da-Hsien. *An empirical investigation of the association between productivity and firm value*. **Journal of Business, Finance & Accounting**, Oxford, v. 16, n. 5, p. 699-728, winter 1989.

BAO, Ben-Hsien. BAO, Da-Hsien *The time series behavior and predictive-ability results of annual value added data*. **Journal of Business Finance & Accounting**, Oxford, v. 23, n. 3, p. 449-460, apr. 1996.

BAO, Ben-Hsien. BAO, Da-Hsien. *Usefulness of value added and abnormal economic earnings: an empirical examination*. **Journal of Business, Finance & Accounting**, Oxford, v. 25, n.1-2, p. 251-264, jan.-mar. 1998.

BAYDOUN, Nabil; WILLET, Roger. *Islamic corporate reports*. **Abacus**, Sidney, v. 36, n. 1, p. 71-90, feb. 2000.

BEAVER, William H. **Financial reporting: an accounting revolution**. 2nd ed. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1998 *apud* LOPES, Alessandro Broedel; MARTINS, Eliseu. **Teoria da contabilidade**: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2005.

BEAVER, William H. *Perspectives on recent capital market research*. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 77, n. 2, p. 453-474, apr. 2002.

BERTOLUCCI, Aldo Vincenzo; IUDÍCIBUS, Sérgio de. O futuro da pesquisa em contabilidade *In*: IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alessandro Broedel (Coord.). **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

BETTIOL JR., Alcides. **Formação e destinação do resultado em entidades do terceiro setor:** um estudo de caso. São Paulo, 2005, Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

BEZERRA, Francisco Antonio; LOPES, Alessandro Broedel. Lucro e preço das ações. In: IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alessandro Broedel (Coord.). **Teoria avançada da contabilidade.** São Paulo: Atlas, 2004.

BIDDLE, Gary C.; BOWEN, Robert M.; WALLACE, James S. *Does EVA® beat earnings? Evidence on association with stock returns and firm values.* **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v.24, n.3, p. 301-336, 1997.

BLACK, Fischer. *Capital market equilibrium with restricted borrowing.* **The Journal of Business**, Chicago, v. 45, n. 3, p. 444-455, jul. 1972.

BRASIL. Resolução ANEEL nº 444, de 26 de outubro de 2001. Institui o Manual de Contabilidade do Serviço Público de Energia Elétrica, englobando o Plano de Contas revisado, com instruções contábeis e roteiro para elaboração e divulgação de informações econômicas e financeiras. Disponível em <<http://www.aneel.gov.br/cedoc/res2001444.pdf>>. Acesso em: 09 ago. 2005.

BRASIL. Projeto de Lei nº 32, de 03 de fevereiro de 1999. Cria o balanço social para as empresas que menciona e dá outras providências. Disponível em: <http://www.camara.gov.br/internet/sileg/Prop_Detalhe.asp?id=14958>. Acesso em: 10 jul. 2006.

BRASIL. Projeto de Lei nº 3.741, de 08 de novembro de 2000. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, define e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e publicação de demonstrações contábeis e dispõe sobre os requisitos de qualificação de entidades de estudo e divulgação de princípios, normas e padrões de contabilidade e auditoria como Organizações da Sociedade Civil de Interesse Público. **Diário da Câmara dos Deputados**, Brasília, ano 55, n. 189, p. 56.002, 10 nov. 2000.

BRASIL. Substitutivo ao Projeto de Lei nº 3.741/2000, de 11 de dezembro de 2002. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/Subst3741.asp>>. Acesso em: 22 jul. 2005.

BRASIL. Parecer do relator às emendas apresentadas ao projeto de Lei nº 3.741/2000, de 11 de dezembro de 2002 na Comissão de Finanças e Tributação da Câmara dos Deputados. Disponível em: <<http://www.camara.gov.br/sileg/MostrarIntegra.asp?CodTeor=373704>>. Acesso em: 22 jun. 2006.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 14 ago. 2005.

BRASIL. Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP nº 01/2005, de 25 de fevereiro de 2005. Orientação sobre a elaboração de Informações Contábeis pelas Companhias Abertas. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01-2005.asp>>. Acesso em: 22 jul. 2005.

BROWN, Stephen; LO, Kym; LYS, Thomas. *Use of R^2 in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades*. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 28, n. 2, p. 83-115, dec.1999.

BURCHELL, Stuart; CLUBB, Colin; HOPWOOD, Anthony G. *Accounting in its social context: towards a history of value added in the United Kingdom*. **Accounting, Organizations and Society**, Oxford, v. 10, n. 4, p. 381-413, 1985.

CARDOSO, Ricardo Lopes; MARTINS, Vinícius Aversari. Hipótese de Mercados Eficientes e Modelo de Precificação de Ativos Financeiros *In*: IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alessandro Broedel (Coord.). **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

CHAN, Betty Lílían; MARTINS, Gilberto de Andrade; SLOMSKI, Valmor. Distribuição do valor adicionado: comparação entre empresas estatais e privadas do setor de serviços públicos. *In*: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 3, 2003, São Paulo. **Anais eletrônicos...**São Paulo: Universidade de São Paulo, 2003. Disponível em: <http://www.eac.fea.usp.br/congressousp/congresso3/an_resumo.asp?cod_trabalho=265>.

CHAN, Betty Lilian; SILVA, Fabiana Lopes da; MARTINS, Gilberto de Andrade; Destinação de riqueza aos acionistas e aos empregados: comparação entre empresas estatais e privadas do setor de serviços públicos. *In*: ENANPAD ENCONTRO DA ANPAD, XXVIII, 2004, Curitiba. **Anais eletrônicos...**Curitiba: ANPAD, 2004. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/enanpad/2004/dwn/enanpad2004-ccg-1288.pdf>>.

COELHO, Antônio Carlos Dias; CORRAR, Luiz João. Apropriação dos resultados corporativos aos fatores econômicos nas empresas abertas e de capital fechado no Brasil: evidências de atributos discriminatórios. *In*: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 5, 2005, São Paulo. **Anais eletrônicos...**São Paulo: Universidade de São Paulo, 2005. Disponível em: <http://www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos52005/an_resumo.asp?cod_trabalho=22>.

COLLINS, Daniel W.; 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**, Amsterdam, v. 24, n. 1, p. 39-67, dec. 1997

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. Resolução CFC Nº 1.010/2005, de 21 de janeiro de 2005. Aprova a NBC T 3.7 – Demonstração do valor adicionado. Disponível em: <http://cfcspw.cfc.org.br/resolucoes_cfc/Res_1010.doc>. Acesso em: 22 jul. 2005.

COPELAND, Thomas E.; WESTON, John Fred. *Financial theory and corporate policy*. 3rd ed. [S.I.]: Addison-Wesley, 1988.

COSENZA, José Paulo. A eficácia informativa da demonstração do valor adicionado. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, ano XIV, Edição comemorativa, p. 7-29, out. 2003.

COSTA, Fábio Moraes da. **Ajuste aos US-GAAP**: estudo empírico sobre sua relevância para as empresas brasileiras com ADRS negociadas na bolsa de Nova Iorque. São Paulo, 2005, Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

CRAIG, Russel, DIGA, Joselito. *Corporate accounting disclosure in ASEAN*. **Journal of International Financial Management and Accounting**, Oxford, v. 9, n. 3, p. 246-274, 1998.

CUNHA, Jaqueline Alves Veneroso da. **Demonstração contábil do valor adicionado - DVA**: um instrumento de mensuração da distribuição da riqueza das empresas para os funcionários. São Paulo, 2002, Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

CUNHA, Jaqueline Veneroso Alves da; RIBEIRO, Maísa de Souza; SANTOS, Ariovaldo dos. A demonstração do valor adicionado como instrumento de mensuração da distribuição da riqueza. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, ano XVI, v. 2, n. 37, p. 7-23, jan./abr. 2005.

DALMÁCIO, Flávia Zóboli; SANTANNA, Dimitri Pinheiro de; LOUZADA, Luiz Cláudio; COSTA, Fábio Moraes da. Modelos de avaliação propostos por Ohlson e suas aplicações no mercado de capitais no Brasil. *In*: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 5, 2005, São Paulo. **Anais eletrônicos...**São Paulo: Universidade de São Paulo, 2005. Disponível em: <http://www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos52005/an_resumo.asp?cod_trabalho=250>.

DEEGAN, Craig; HALLAM, Anthony. *The voluntary presentation of value added statements in Australia: a political cost perspective*. **Accounting and Finance**, Clayton, v. 31, n. 1, p. 1-21, may 1991.

DE LUCA, Márcia Martins Mendes. **Demonstração do valor adicionado**. São Paulo, 1991, Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

DE LUCA, Márcia Martins Mendes. **A contribuição da demonstração do valor adicionado no processo de mensuração do PIB e em algumas análises macroeconômicas**. São Paulo, 1996, Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

DE LUCA, Márcia Martins Mendes. **Demonstração do valor adicionado: do cálculo da riqueza criada pela empresa ao valor do PIB**. São Paulo: Atlas, 1998.

EVRAERT, Serge; RIAHI-BELKAOUI, Ahmed. *Usefulness of value added reporting: a review and synthesis of the literature*. **Managerial Finance**, Patrinton, v.24, n.11, p.1-15, 1998.

FAMA, Eugene F. *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*. **Journal of Finance**, Cambridge, v. 25, n. 2, p. 383-417, may 1970.

FAMA, Eugene F. *Efficient capital markets: II*. **Journal of Finance**, Cambridge, v. 46, n. 5, p. 1575-1617, dec. 1991.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD - FASB. **Statement of financial accounting concepts nº 1: objectives of financial reporting by business enterprises**. Norwalk, Connecticut: Financial Accounting Standards Board, 1978.

FEIJÓ, Carmen Aparecida *et al.* **Contabilidade social: o novo sistema de contas nacionais do Brasil**. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

FELTHAM, Gerald A.; OHLSON, James A. *Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities*. **Contemporary Accounting Research**. Toronto, v.11, n. 2, p. 689-731, spring 1995.

FIRER, Steven. **Does value added beat earnings?: empirical evidence from South Africa**. School of Accountancy. University of the Witwatersrand, Working paper, 2004.

FIRER, Steven; WILLIAMS, S. Mitchell. *Intellectual capital and traditional measures of corporate performance*. **Journal of Intellectual Capital**, v. 4, n. 2, p. 348-360, 2003.

FIRER, Steven; STAINBACK, I. *Testing the relationship between intellectual capital and company's performance: evidence from South Africa*. **Meditari Accounting Research**, v. 11, n. 1, p. 25-44, 2003.

GALIZZO, José L.; GARGALLO, Pilar; SALVADOR, Manuel; *Sharing wealth: evidence from financial ratios in Spain*. **Journal of International Financial Management and Accounting**, Oxford, v. 13, n. 3, p.214-234, autumn 2002.

GORDON, Robert J. **Macroeconomia**. 7. ed. Porto Alegre: Bookman, 2000.

GRIFFITH, John M. *The true value of EVA®*. **Journal of Applied Finance**. Tampa, v. 14, n. 2, p. 25-29, fall 2004.

HALLER, Axel; STOLOWY, Hervé. *Value added in financial accounting: a comparative study of Germany and France*. **Advances in International Accounting**, v. 11, p. 23-51, 1998.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDÁ, Michael F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

HO, Carol-Anne. WILLIAMS, S. Mitchel. *International comparative analysis of the association between board structure and the efficiency of value added by a firm from its physical capital and intellectual capital resources*. **The International Journal of Accounting**, v. 38, n. 4, p. 465-491, 2003.

HOLTHAUSEN, Robert W.; WATTS, Ross L. *The relevance of value-relevance literature to financial accounting standard setting*. **Journal of Accounting and Economics**. Amsterdam, v. 31, n.1-3, p. 3-75.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. **Governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=2>>. Acesso em: 15 jul. 2006.

INSTITUTO BRASILEIRO DE ANÁLISES SOCIAIS E ECONÔMICAS – IBASE. **Responsabilidade social e ética nas organizações**. Disponível em: <<http://www.ibase.org.br/modules.php?name=Conteudo&pid=68>> Acesso em: 14 ago. 2006.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da contabilidade** 6. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexsandro Broedel (Coord.). **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structures*. **Journal of Financial Economics**, v. 03, n.4, p. 305-360, out. 1976.

JONES, Mike. *A stakeholder society: measuring the value*. **Accountancy**, London, v.118, n.1240, p. 65, dec. 1996.

KARPIK, Phillip; RIAHI-BELKAOUI, Ahmed. *The effect of the implementation of the multidivisional structure on shareholder's wealth: the contingency of diversification strategy*. **Journal of Business Finance & Accounting**, Oxford, v. 21, n. 3, p. 349-365, apr. 1994.

KARPIK, Phillip; RIAHI-BELKAOUI, Ahmed. *The relative relationship between systematic risk and value added variables*. **Journal of International Financial Management and Accounting**, Oxford, v. 1, n. 3, p. 259-276, autumn 1989.

KOTHARI, S.P. *Capital markets research in accounting*. **Journal of Accounting and Economics**. Amsterdam, v. 31, n. 1-3, p. 105-231, 2001.

LAUBSCHER, Eugene; SHUTTLEWORTH, Bienkie. *Why disclose information voluntarily?* **Accountancy SA**, p. 8-10, may 2004.

LEV, Baruch. *On the usefulness of earnings and earnings research: lessons and directions from two decades of empirical research*. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 27, p. 153-192, 1989.

LIMA, Maria Araci de. **Uma contribuição ao estudo sobre a elaboração do balanço social em entidades do terceiro setor: um estudo de caso**. São Paulo, 2003, Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

LINTNER, John. *The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets*. **Review of Economics and Statistics**, Cambridge, v. 47, n. 1, p. 13-37, feb. 1965.

LINTNER, John. *The aggregation of investor's diverse judgments and preferences in purely competitive security markets*. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Seattle, v. 4, n. 4, p. 347-400, dec. 1969.

LIU, Jing; NISSIM, Doron; THOMAS, Jacob. *Equity valuation using multiples*. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 40, n. 1, p. 135-172, mar. 2002.

LOPES, Alessandro Broedel. **A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à Bovespa**. São Paulo, 2001, Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

LOPES, Alessandro Broedel. A teoria dos contratos, governança corporativa e contabilidade. In: IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alessandro Broedel (Coord.). **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

LOPES, Alexsandro Broedel; MARTINS, Eliseu. **Teoria da contabilidade**: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2005.

LOPES, Alexsandro Broedel; TEIXEIRA, Aridelmo José Campanharo. *Valuation properties of accounting numbers in Brazil*. In ENANPAD ENCONTRO DA ANPAD, XXVII, 2003, Atibaia. **Anais eletrônicos...**Atibaia: ANPAD, 2003. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/enanpad/2003/dwn/enanpad2003-ccg-0349.pdf>>. Acesso em: 21 nov. 2005.

MANKIV, N. Gregory. **Macroeconomia**. 3. ed. Rio de Janeiro: LTC Editora, 1998.

MÁRIO, Poueri do Carmo; AQUINO, André Carlos Busanelli de. Falências. In: IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexsandro Broedel (Coord.). **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

MARKOWITZ, Harry M. *Portfolio selection*. **Journal of Finance**. Cambridge, v. 7, n. 1, p. 77-91, mar. 1952.

MARKOWITZ, Harry M. **Portfolio selection: efficient diversification of investments**. New York: Wiley, 1959.

MARTINEZ, Antonio Lopo. **Gerenciamento dos resultados contábeis**: estudo empírico das companhias abertas brasileiras São Paulo, 2002, Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. MARTINS, Eliseu. Uma nova demonstração contábil: a do valor adicionado. **Temática Contábil**. Boletim IOB 11/89.

MARTINS, Eliseu. Normativismo e / ou positivismo em contabilidade: qual o futuro? **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, ano XVI, v. 3, n. 39, p. 3, set./dez. 2005.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

MAZZIONI, Sady; TINOCO, João Eduardo Prudêncio. Balanço social para uma fundação universitária. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 5, 2005, São Paulo. **Anais eletrônicos...**São Paulo: Universidade de São Paulo, 2005. Disponível em:<http://www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos52005/an_resumo.asp?cod_trabalho=166>.

McLEAY, Stuart. *Value added: a comparative study*. **Accounting, Organizations and Society**. Oxford, v. 8, n. 1, p. 31-56, 1983.

MEEK, Gary K.; GRAY, Sidney J. *The value added statement: an innovation for U.S. companies?* **Accounting Horizons**, Sarasota, v.2, n.2, p. 73-81, jun. 1988.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment.* **American Economic Review**, Nashville, v. 48, n. 03, p. 261-297, jun. 1958.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment: reply.* **American Economic Review**, Nashville, v. 49, n. 04, p. 655-669, sep. 1959.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction.* **American Economic Review**, Nashville, v. 53, n. 03, p. 433-443, jun. 1963.

MOREIRA, Jeanne. Balanço social e a demonstração do valor adicionado como instrumentos gerenciais *In*: SEMINÁRIO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 1, 2001, São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo: Universidade de São Paulo, 2001. Disponível em: <http://www.eac.fea.usp.br/congressousp/arquivos/html/ind_7.htm#v14588>.

MORLEY, Michael F. *The value added statement in Britain.* **The Accounting Review**, Sarasota, v. 54, n. 3, p. 618-629, jul.1979.

MOSSIN, Jan. *Equilibrium in a capital asset market.* **Econometrica**. Evanston, v. 34, n.4, p. 768-783, oct. 1966.

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

OLIVEIRA, Frederico Luiz Junqueira de. **Valor adicionado**: um estudo do desempenho de empresas brasileiras privatizadas de 1991 a 1997. Rio de Janeiro, 2002, Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro.

OLIVEIRA, Frederico Luiz Junqueira de; LIMA, Álvaro Vieira. Um estudo do desempenho de empresas brasileiras privatizadas de 1991 a 1997 sob a ótica do valor adicionado *In*: SEMINÁRIO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2, 2002, São Paulo. **Anais eletrônicos...**São Paulo: Universidade de São Paulo, 2003. Disponível em: <<http://www.eac.fea.usp.br/congressousp/seminario2/trabalhos/E136.pdf>>.

OLIVEIRA, Marcelle Colares; ALVES, José Flávio Vasconcelos. A evolução da evidenciação da demonstração do valor adicionado no Brasil e a geração e distribuição de riqueza por empresas brasileiras. *In*: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 3, 2003, São Paulo. **Anais eletrônicos...**São Paulo: Universidade de São Paulo, 2003. Disponível em: <http://www.eac.fea.usp.br/congressousp/congresso3/an_resumo.asp?cod_trabalho=309>.

PARSONS, John, CORRIGAN, John. *Productivity accounting: measuring for competitive advantage*. **Australian CPA**, Melbourne, v. 68, n. 3, p. 52-54, apr. 1998.

PARMEZZANO, Cláudia Meca. **Demonstração do valor adicionado**: uma proposta de modelo aplicado as principais seguradoras do Brasil e os resultados obtidos desta pesquisa. São Paulo, 2002, Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

PAVLIK, Ellen, RIAHI-BELKAOUI, Ahmed. *The effects of ownership structure on value added-based performance*. **Managerial Finance**. Patrinton, v. 20, n. 9, p. 16-26, 1994.

PINTO, Elias Fausy. **Valor adicionado do setor elétrico**: uma contribuição das empresas do setor na formação de riquezas. São Paulo, 2003, Dissertação (Mestrado interunidades em energia), Universidade de São Paulo.

PONG, Chris, MITCHELL, Falconer. *Accounting for a disappearance: a contribution to the history of the value added statement in UK*. **Accounting Historians Journal**, v. 32, n. 2, p. 173-199, dec. 2005.

PURDY, Derek E. *The enterprise theory: an extension*. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 10, n. 4, p. 531-541, winter 1983.

RAHMAN, M. Zubaidur. *The local value added statement: a reporting requirement for multinationals in developing host countries*. **International Journal of Accounting**. Urbana, v. 25, n. 2, p. 87-97, 1990.

REICHMANN, Thomas; LANGE, Christoph. *The value added statement as part of corporate social reporting*. **Management International Review**: Wiesbaden, v. 21, n. 4, p. 17-22, 1981.

RIAHI-BELKAOUI, Ahmed. *Value added reporting: lessons for the United States*. New York: Quorum Books, 1992.

RIAHI-BELKAOUI, Ahmed. *The information content of value added, earnings, and cash flow: US evidence*. **International Journal of Accounting**, Urbana, v. 28, n. 2, p. 140-146, 1993.

RIAHI-BELKAOUI, Ahmed; FEKRAT, M. Ali. *The magic in value added: Merits of derived accounting indicator numbers*. **Managerial Finance**. Patrinton, v.20, n.9, p.3-15, 1994.

RIAHI-BELKAOUI, Ahmed; PICUR, Ronald D. *Explaining market returns: earnings versus value added data*. **Managerial Finance**, Patrinton, v.20, n.9, p.44-55, 1994a.

RIAH-BELKAOUI, Ahmed; PICUR, Ronald D. *Net value added as an explanatory variable for returns*. **Managerial Finance**, Patrinton, v.20, n.9, p.56-64, 1994b.

RIAH-BELKAOUI, Ahmed; PICUR, Ronald D. *Performance plan adoption and performance: the contingency of ownership structure*. **Managerial Finance**, Patrinton, v. 23, n.5, p. 18-28, 1997.

RIAH-BELKAOUI, Ahmed; PICUR, Ronald D. *The substitution of net value added for earnings in equity valuation*. **Managerial Finance**, Patrinton, v.25, n.12, p.66-78, 1999.

RIAH-BELKAOUI, Ahmed. *Intellectual capital and firm performance of US multinational firms*. **Journal of Intellectual Capital**, v. 4, n. 2, p. 215-226, 2003.

RIBEIRO, Máisa de Souza; CUNHA, Jaqueline Veneroso Alves da. O papel da demonstração do valor adicionado na avaliação da responsabilidade social das empresas. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 3, 2003, São Paulo. **Anais eletrônicos...**São Paulo: Universidade de São Paulo, 2003. Disponível em: <http://www.eac.fea.usp.br/congressousp/congresso3/an_resumo.asp?cod_trabalho=109>.

RICHMOND, Betty Jane; MOOK, Laurie; QUARTER, Jack. *Social accounting for nonprofits: two models*. **Nonprofit Management and Leadership**, v.13, n. 4, p. 308-324, Summer 2003.

RODRIGUES JR., Manuel Salgueiro. **A DVA como instrumento para mensuração da relação custo-benefício na concessão de incentivos fiscais: um estudo de casos**. São Paulo, 2003, Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

RODRIGUES JR., Manuel Salgueiro. A DVA como instrumento para mensuração da relação custo-benefício na concessão de incentivos fiscais: um estudo de caso. In ENANPAD ENCONTRO DA ANPAD, XXVII, 2003, Atibaia. **Anais eletrônicos...**Atibaia: ANPAD, 2003. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/enanpad/2003/dwn/enanpad2003-ccg-0079.pdf>>.

RUNDFELT, Rolf. *Value-added statements in Europe*. **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, Boston, v. 8, n.3, p. 242-248, spring 1985.

SANTOS, Ariovaldo dos. **Demonstração contábil do valor adicionado - DVA: um instrumento para medição da geração e distribuição de riqueza das empresas**. São Paulo, 1999, Tese (Livre Docência) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

SANTOS, Ariovaldo dos. **Demonstração do valor adicionado**. São Paulo: Atlas, 2003.

SANTOS, Ariovaldo dos. DVA – Uma demonstração que veio para ficar. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, ano XVI, vol. 2, n. 38, p. 3, mai./ago. 2005.

SANTOS, Ariovaldo dos; HASHIMOTO, Hugo. Demonstração do valor adicionado: algumas considerações sobre carga tributária. **RAUSP - Revista de Administração da USP**. São Paulo, v. 38, n. 2, p. 153-164, abr./jun. 2003.

SHARPE, William F. *A simplified model for portfolio analysis*. **Management Science**, Linthicum, v. 9, n.2, p. 277-293, jan. 1963.

SHARPE, William F. *Capital assets prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk*. **Journal of Finance**. Cambridge, v. 19, n. 3, p. 425-442, sep. 1964.

SHIMIN, Chen; DOOD, James L. *Operating income, residual income and EVA®: which metric is more value relevant?* **Journal of Managerial Issues**, Pittsburg, v.13, n. 1, p. 65-86, spring 2001.

SILVA, Ana Paula Ferreira da; SOUZA, Érica Xavier de; MIRANDA, Luiz Carlos; LAGIOIA, Umbelina Cravo Teixeira; RAMOS, Walter de Jesus Oliveira. A demonstração de valor adicionado como alternativa de medição de desempenho gerencial: um estudo comparativo entre demonstrações nacionais e internacionais. *In*: SEMINÁRIO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 1, 2001, São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo: Universidade de São Paulo, 2001. Disponível em: <http://www.eac.fea.usp.br/congressousp/arquivos/html/ind_7.htm#v14520>.

SILVA, Ana Paula Ferreira da; SOUZA, Érica Xavier de; MIRANDA, Luiz Carlos; RAMOS, Walter de Jesus Oliveira. Análise financeira da demonstração do valor adicionado como ferramenta de medição de desempenho: um estudo em empresas do setor elétrico brasileiro. *In*: SEMINÁRIO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2, 2002, São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo: Universidade de São Paulo, 2002. Disponível em: <<http://www.eac.fea.usp.br/congressousp/seminario2/trabalhos/E129.pdf>>.

SILVA, Fabiana Lopes da; SANTOS, Ariovaldo; CHAN, Betty LÍlian. Uma contribuição ao estudo dos impactos da privatização à luz da demonstração do valor adicionado. *In*: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 3, 2003, São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo: Universidade de São Paulo, 2003. Disponível em: <http://www.eac.fea.usp.br/congressousp/congresso3/an_resumo.asp?cod_trabalho=270>.

SILVA, Girval Trevisan da. **Auditoria do balanço social das sociedades por ações**. São Paulo, 2002. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade Estratégica). Centro Universitário Álvares Penteado.

SILVEIRA, Edilson Coelho da. **Demonstração do Valor Adicionado (DVA)**: uma análise da geração e distribuição de riqueza no setor de energia elétrica do Brasil (período 1998-2001). Brasília, 2003. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis), Universidade de Brasília.

SIMONSEN, Mario Henrique; CYSNE, Rubens Penha. **Macroeconomia**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1995.

SOARES, Edvaldo. **Metodologia científica**: lógica, epistemologia e normas. São Paulo: Atlas, 2003.

SOUJANEN, Waino W. *Accounting theory and the large company*. **The Accounting Review**, p. 391-398, jul. 1954.

STIGLITZ, Joseph E.; WALSH, Carl E. **Introdução à macroeconomia**. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

SUNDER, Shyam. *Theory of accounting and control*. Cincinnati: South-Western College Publishing, 1997 *apud* LOPES, Alexsandro Broedel. A teoria dos contratos, governança corporativa e contabilidade. In: IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexsandro Broedel (Coord.). **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

TREYNOR, Jack. *Toward a theory of the market value of risky assets*. Unpublished manuscript, 1961.

VICENTE, Gesiel de Oliveira. **Distribuição do valor adicionado aos recursos humanos dos bancos localizados no Brasil no período 1998-2000**: análise comparativa. Brasília, 2003. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis), Universidade de Brasília.

VAN ASWEGEN, N.; STEYN, B.W.; HAMMAN, W.D.; *Trends in the distribution of added value of listed industrial companies – 1990 to 2002*. **South African Journal of Business Management**, v. 36, n. 2, p. 85-94, jun. 2005.

VAN STADEN, Chris J. *The usefulness of the value added statement in South Africa*. **Managerial Finance**, Patrinton, vol. 24, n. 11, p. 44-59, 1998.

VAN STADEN, Chris J. *The value added statement: bastian of social report or dinosaur of financial reporting?* Working paper, 2000.

VAN STADEN, Chris J. *Aspects of the motivation for voluntary disclosures: evidence from the publication of value added statements in an emerging economy*. Massey University Discussion Paper n. 206, 2001.

VAN STADEN, Chris J. *The relevance of theories of political economy to the understanding of financial reporting in South Africa: the case of value added statements.* **Accounting Forum**, v. 27, n. 2, p. 224-245, jun. 2003.

WATTS, Ross L.; ZIMMERMAN Jerold L. *Positive accounting theory*. New Jersey: Prentice-hall, 1986.

APÊNDICES

APÊNDICE 1: SOCIEDADES ANÔNIMAS ABERTAS QUE COMPÕEM A AMOSTRA DE DADOS – 2000 A 2004

APÊNDICE 2: EMPRESAS DA AMOSTRA DE DADOS LISTADAS NOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BOVESPA

APÊNDICE 1

SOCIEDADES ANÔNIMAS ABERTAS QUE COMPÕEM A AMOSTRA DE DADOS – 2000 A 2004

2000			
#	EMPRESA	#	EMPRESA
1	AES Sul Distribuidora Gaúcha de Energia S.A	26	Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga S.A.
2	Bandeirante Energia S.A	27	Elektro Eletricidade e Serviços S.A
3	Centrais Elétricas Brasileiras S.A.	28	Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo
4	Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A.	29	EMAE - Empresa Metropolitana de Águas e Energia
5	Centrais Elétricas Matogrossenses S.A.	30	Empresa Brasileira Aeronáutica S.A.
6	Centrais Elétricas Pará S.A	31	Empresa Energética de Mato Grosso do Sul S.A.
7	Cia. Saneamento Básico do Estado de São Paulo-Sabesp	32	Espírito Santo Centrais Elétricas S.A.
8	Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga	33	Fras-Le S.A.
9	Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia	34	Gerdau S.A.
10	Companhia de Eletricidade do Rio de Janeiro	35	Light Serviços de Eletricidade S.A.
11	Companhia de Saneamento do Paraná	36	Marcopolo S.A.
12	Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista	37	Metisa Metalúrgica Timboense S.A.
13	Companhia Energética de Brasília	38	Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras
14	Companhia Energética de Minas Gerais	39	Petroquímica União S.A.
15	Companhia Energética de Pernambuco - Celpe	40	Polialden Petroquímica S.A.
16	Companhia Energética de São Paulo - CESP	41	Portobello S.A.
17	Companhia Estadual de Energia Elétrica	42	Randon S/A Implementos e Participações
18	Companhia Força e Luz Cataguazes - Leopoldina	43	Refinaria Petróleo Ipiranga S.A.
19	Companhia Paranaense de Energia - Copel	44	Rio Grande Energia S.A
20	Companhia Paulista de Força e Luz	45	Rossi Residencial S.A.
21	Companhia Petroquímica do Sul	46	Suzano - Cia. Suzano de Papel e Celulose
22	Companhia Siderúrgica Nacional	47	Tractebel - Centrais Geradoras do Sul do Brasil S.A
23	Companhia Siderúrgica Paulista - Cosipa	48	Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S/A – Usiminas
24	Companhia Vale do Rio Doce	49	Votorantim Celulose e Papel S.A.
25	CPFL Geração de Energia S.A.		

2001			
#	EMPRESA	#	EMPRESA
1	AES Sul Distribuidora Gaúcha de Energia S.A	28	Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga S.A.
2	AES Tietê S.A.	29	Elektro Eletricidade e Serviços S.A
3	Aracruz Celulose S.A.	30	Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo
4	Bandeirante Energia S.A	31	EMAE - Empresa Metropolitana de Águas e Energia
5	Brasil Telecom S/A	32	Empresa Brasileira Aeronáutica S.A.
6	Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A.	33	Empresa Brasileira de Compressores S.A.
7	Centrais Elétricas Matogrossenses S.A.	34	Empresa Energética de Mato Grosso do Sul S.A.
8	Centrais Elétricas Pará S.A	35	Espírito Santo Centrais Elétricas S.A.
9	Cia. Saneamento Básico do Estado de São Paulo-Sabesp	36	Fras-Le S.A.
10	Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga	37	Gerdau S.A.
11	Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia	38	Light Serviços de Eletricidade S.A.
12	Companhia de Eletricidade do Rio de Janeiro	39	Marcopolo S.A.
13	Companhia de Saneamento do Paraná	40	Metisa Metalúrgica Timboense S.A.
14	Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista	41	Petroflex Indústria e Comércio S.A.
15	Companhia Energética de Brasília	42	Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras
16	Companhia Energética de Minas Gerais	43	Petroquímica União S.A.
17	Companhia Energética de Pernambuco - Celpe	44	Polialden Petroquímica S.A.
18	Companhia Energética de São Paulo - CESP	45	Portobello S.A.
19	Companhia Estadual de Energia Elétrica	46	Randon S/A Implementos e Participações
20	Companhia Força e Luz Cataguazes - Leopoldina	47	Refinaria Petróleo Ipiranga S.A.
21	Companhia Paranaense de Energia - Copel	48	Rio Grande Energia S.A
22	Companhia Paulista de Força e Luz	49	Sadia S.A.
23	Companhia Petroquímica do Sul	50	Suzano - Cia. Suzano de Papel e Celulose
24	Companhia Siderúrgica Belgo Mineira	51	Tractebel Energia S.A.
25	Companhia Siderúrgica Nacional	52	Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S/A - Usiminas
26	Companhia Siderúrgica Paulista - Cosipa	53	Votorantim Celulose e Papel S.A.
27	Companhia Vale do Rio Doce		

2002			
#	EMPRESA	#	EMPRESA
1	AES Sul Distribuidora Gaúcha de Energia S.A	29	Companhia Vale do Rio Doce
2	AES Tietê S.A.	30	CPFL Geração de Energia S.A.
3	Aracruz Celulose S.A.	31	Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga S.A.
4	Bandeirante Energia S.A	32	Duke Energy International - Geração Paranapanema S/A
5	Brasil Telecom S/A	33	Elektro Eletricidade e Serviços S.A
6	Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A.	34	Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo
7	Centrais Elétricas Matogrossenses S.A.	35	EMAE - Empresa Metropolitana de Águas e Energia
8	Centrais Elétricas Pará S.A	36	Empresa Brasileira Aeronáutica S.A.
9	Cia. Saneamento Básico do Estado de São Paulo-Sabesp	37	Empresa Brasileira de Compressores S.A.
10	Companhia Brasileira de Distribuição	38	Empresa Energética de Mato Grosso do Sul S.A.
11	Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga	39	Espírito Santo Centrais Elétricas S.A.
12	Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia	40	Fras-Le S.A.
13	Companhia de Eletricidade do Rio de Janeiro	41	Gerdau S.A.
14	Companhia de Saneamento do Paraná	42	Light Serviços de Eletricidade S.A.
15	Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista	43	Marcopolo S.A.
16	Companhia Energética de Brasília	44	Metisa Metalúrgica Timboense S.A.
17	Companhia Energética de Minas Gerais	45	Petroflex Indústria e Comércio S.A.
18	Companhia Energética de Pernambuco - Celpe	46	Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras
19	Companhia Energética de São Paulo - CESP	47	Petroquímica União S.A.
20	Companhia Estadual de Energia Elétrica	48	Portobello S.A.
21	Companhia Força e Luz Cataguazes - Leopoldina	49	Randon S/A Implementos e Participações
22	Companhia Paranaense de Energia - Copel	50	Refinaria Petróleo Ipiranga S.A.
23	Companhia Paulista de Força e Luz	51	Rio Grande Energia S.A
24	Companhia Petroquímica do Sul	52	Sadia S.A.
25	Companhia Siderúrgica Belgo Mineira	53	Suzano - Cia. Suzano de Papel e Celulose
26	Companhia Siderúrgica de Tubarão	54	Tractebel Energia S.A.
27	Companhia Siderúrgica Nacional	55	Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S/A - Usiminas
28	Companhia Siderúrgica Paulista - Cosipa	56	Votorantim Celulose e Papel S.A.

2003			
#	EMPRESA	#	EMPRESA
1	Acesita S.A	32	Companhia Siderúrgica Paulista - Cosipa
2	AES Sul Distribuidora Gaúcha de Energia S.A	33	Companhia Vale do Rio Doce
3	AES Tietê S.A.	34	CPFL Geração de Energia S.A.
4	Aracruz Celulose S.A.	35	Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga S.A.
5	Bandeirante Energia S.A	36	Duke Energy International - Geração Paranapanema S/A
6	Brasil Telecom S/A	37	Elektro Eletricidade e Serviços S.A
7	Celulose Irani S.A.	38	Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo
8	Centrais Elétricas Brasileiras S.A.	39	EMAE - Empresa Metropolitana de Águas e Energia
9	Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A.	40	Empresa Brasileira Aeronáutica S.A.
10	Centrais Elétricas Matogrossenses S.A.	41	Empresa Brasileira de Compressores S.A.
11	Centrais Elétricas Pará S.A	42	Empresa Energética de Mato Grosso do Sul S.A.
12	Cia. Saneamento Básico do Estado de São Paulo-Sabesp	43	Espírito Santo Centrais Elétricas S.A.
13	Companhia Brasileira de Distribuição	44	Fras-Le S.A.
14	Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga	45	Gerdau S.A.
15	Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia	46	Light Serviços de Eletricidade S.A.
16	Companhia de Eletricidade do Rio de Janeiro	47	Marcopolo S.A.
17	Companhia de Saneamento do Paraná	48	Metisa Metalúrgica Timboense S.A.
18	Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista	49	Petroflex Indústria e Comércio S.A.
19	Companhia Energética de Brasília	50	Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras
20	Companhia Energética de Minas Gerais	51	Petroquímica União S.A.
21	Companhia Energética de Pernambuco - Celpe	52	Portobello S.A.
22	Companhia Energética de São Paulo - CESP	53	Randon S/A Implementos e Participações
23	Companhia Energética do Ceará	54	Refinaria Petróleo Ipiranga S.A.
24	Companhia Estadual de Energia Elétrica	55	Rio Grande Energia S.A
25	Companhia Força e Luz Cataguazes - Leopoldina	56	Sadia S.A.
26	Companhia Paranaense de Energia - Copel	57	Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A.
27	Companhia Paulista de Força e Luz - CPFL	58	TIM Participações
28	Companhia Petroquímica do Sul	59	Tractebel Energia S.A.
29	Companhia Siderúrgica Belgo Mineira	60	Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S/A - Usiminas
30	Companhia Siderúrgica de Tubarão	61	Votorantim Celulose e Papel S.A.
31	Companhia Siderúrgica Nacional		

2004			
#	EMPRESA	#	EMPRESA
1	Acesita S.A	34	CPFL Geração de Energia S.A.
2	AES Sul Distribuidora Gaúcha de Energia S.A	35	Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga S.A.
3	AES Tietê S.A.	36	Duke Energy International - Geração Paranapanema S/A
4	Aracruz Celulose S.A.	37	Elektro Eletricidade e Serviços S.A
5	Bandeirante Energia S.A	38	Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A.
6	Brasil Telecom S/A	39	EMAE - Empresa Metropolitana de Águas e Energia S/A
7	Celulose Irani S.A.	40	Empresa Brasileira Aeronáutica S.A.
8	Centrais Elétricas Brasileiras S.A.	41	Empresa Brasileira de Compressores S.A.
9	Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A.	42	Empresa Energética de Mato Grosso do Sul S.A.
10	Centrais Elétricas Matogrossenses S.A.	43	Espírito Santo Centrais Elétricas S.A.
11	Centrais Elétricas Pará S.A	44	Fertilizantes Fosfatados S.A. - Fوسفertil
12	Cia. Saneamento Básico do Estado de São Paulo-Sabesp	45	Fras-Le S.A.
13	Companhia Brasileira de Distribuição	46	Gerdau S.A.
14	Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga	47	Guararapes Confecções S.A.
15	Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia	48	Light Serviços de Eletricidade S.A.
16	Companhia de Eletricidade do Rio de Janeiro	49	Marcopolo S.A.
17	Companhia de Saneamento do Paraná	50	Metisa Metalúrgica Timboense S.A.
18	Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista	51	Natura Cosméticos
19	Companhia Energética de Brasília	52	Petroflex Indústria e Comércio S.A.
20	Companhia Energética de Minas Gerais	53	Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras
21	Companhia Energética de Pernambuco - Celpe	54	Petroquímica União S.A.
22	Companhia Energética de São Paulo - CESP	55	Portobello S.A.
23	Companhia Energética do Ceará	56	Randon S/A Implementos e Participações
24	Companhia Estadual de Energia Elétrica	57	Refinaria de Petróleos de Manguinhos S.A.
25	Companhia Força e Luz Cataguazes - Leopoldina	58	Refinaria Petróleo Ipiranga S.A.
26	Companhia Paranaense de Energia - Copel	59	Rio Grande Energia S.A
27	Companhia Paulista de Força e Luz - CPFL	60	Sadia S.A.
28	Companhia Petroquímica do Sul	61	Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A.
29	Companhia Siderúrgica Belgo Mineira	62	TIM Participações
30	Companhia Siderúrgica de Tubarão	63	Tractebel Energia S.A.
31	Companhia Siderúrgica Nacional	64	Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S/A - Usiminas
32	Companhia Siderúrgica Paulista - Cosipa	65	Votorantim Celulose e Papel S.A.
33	Companhia Vale do Rio Doce		

APÊNDICE 2

EMPRESAS DA AMOSTRA DE DADOS LISTADAS NOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BOVESPA

#	EMPRESA
1	ARACRUZ CELULOSE S.A.
2	BRASIL TELECOM S.A.
3	CENTRAIS ELETRICAS DE SANTA CATARINA S.A.
4	CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO
5	CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG
6	CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO - SABESP
7	CIA TRANSMISSAO ENERGIA ELETRICA PAULISTA
8	CIA VALE DO RIO DOCE
9	ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.
10	FRAS-LE S.A.
11	GERDAU S.A.
12	LIGHT SERVICOS DE ELETRICIDADE S.A.
13	MARCOPOLO S.A.
14	NATURA COSMETICOS S.A.
15	RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPAÇÕES
16	ROSSI RESIDENCIAL S.A.
17	SADIA S.A.
18	SUZANO BAHIA SUL PAPEL E CELULOSE S.A.
19	TRACTEBEL ENERGIA S.A.
20	VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S.A.