



RELEVÂNCIA INFORMACIONAL DA DEMONSTRAÇÃO DO VALOR ADICIONADO E DEMONSTRAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA APÓS A OBRIGATORIEDADE DA ELABORAÇÃO

ANA FLÁVIA SOARES¹
BRUNA SOCREPPA²

RESUMO: A pesquisa analisou se a informação contábil alterou a percepção do acionista sobre a relevância da informação contábil como consequência da regulamentação da elaboração da Demonstração do Valor Adicionado e da Demonstração do Fluxo de Caixa. A base de dados utilizadas foram os Demonstrativos Financeiros de empresas de capital aberto, do ano de 2006 a 2016, coletados Base de Dados Economática® e, através de coleta manual, os dados da DVA nos sites das empresas de capital aberto. Como proxies de informação contábil foram utilizados o fluxo de caixa operacional e o valor adicionado. Os resultados indicam que, tanto a DFC e a DVA divulgadas de forma voluntária são estatisticamente significativas e positivas. Diante do exposto, verificou-se que há distinção entre a divulgação da informação contábil realizada de forma voluntária, da divulgação realizada de forma obrigatória. Diante dos resultados, inferiu-se, que a informação contábil, quando divulgada de forma voluntária, é percebida de forma melhor do que quando exigida sua divulgação.

Palavras-Chaves: *Value Relevance, Disclosure, Demonstração de Fluxo de Caixa e Demonstração do Valor Adicionado.*

INFORMATIONAL RELEVANCE OF THE STATEMENT OF VALUE ADDED AND STATEMENT OF CASH FLOW AFTER PREPARATION IS MANDATORY

ABSTRACT: The research analyzed whether the accounting information changed the shareholder's perception of the relevance of the accounting information as a consequence of the regulation of the elaboration of the Statement of Added Value and the Statement of Cash Flow. The database used was the Financial Statements of publicly held companies, from 2006 to 2016, collected from the Economática® Database and, through manual collection, data from DVA on the websites of publicly traded companies. As accounting information proxies, the operating cash flow and the value added were used. The results indicate that both the DFC and the VAD released on a voluntary basis are statistically significant and positive. In view of the exposition, it was verified that there is a distinction between the disclosure of the accounting information carried out voluntarily and the disclosure made in a mandatory manner. In view of the results, it was inferred that the accounting information, when disclosed voluntarily, is perceived better than when it is required to be disclosed.

Key Words: *Value Relevance, Disclosure, Statement of Cash Flow and Statement of Added Value.*

¹ Mestrado em Contabilidade Gerencial e Tributária. Fucape Bussines School – FUCAPE. Endereço eletrônico: contadoraanaflavia@hotmail.com.

² Mestrado em Contabilidade Gerencial e Tributária. Fucape Bussines School – FUCAPE. Endereço eletrônico: bruna.socreppa@ubemat.br.



1. INTRODUÇÃO

As Demonstrações Financeiras são veículos de comunicação entre as empresas e seus investidores, e são elaboradas com o intuito de trilharem o caminho necessário para servirem de auxílio na tomada de decisões dos *stakeholders* (BALL; BROWN, 1968; OHLSON, 1995, BEYER et al. 2010; BRASIL, 2007; MURCIA; SANTOS, 2009). *Value Relevance* é a capacidade de a informação provocar tomada de decisões diferenciadas por parte dos *stakeholders*, a partir das informações trazidas pelas demonstrações financeiras (BALL; BROWN, 1968; FAMA, 1970; OHLSON, 1995).

Machado, Macedo e Machado (2015) afirmam que, para uma informação ter relevância, deve ter o poder de alterar as decisões em relação aos investimentos. Fama (1970) define que um mercado eficiente é aquele no qual, a partir das informações disponíveis, é capaz de refletir diretamente no preço das ações, e que, esses anúncios, são capazes de ajustar o mercado acionário. Beyer et al. (2010) afirmam que, para economias de mercado, as informações contábeis são relevantes por permitirem avaliar investimentos relacionados ao controle e ao julgamento de oportunidades de investimentos. Nesse sentido, diversas pesquisas (BALL; BROWN, 1968; MACHADO; MACEDO; MACHADO, 2015; BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001) salientam que a relevância das informações se dá a partir da sua associação aos valores de mercado.

Machado, Macedo e Machado (2015) afirmam que uma informação capaz de diminuir a desigualdade das comunicações entre seus usuários, potencializar ou corrigir avaliações acerca do valor empresarial e influenciar na decisão do usuário a partir das informações recebidas, pode ser considerada uma informação relevante. O *disclosure* estabelece uma linguagem clara entre os usuários e as informações empresariais, acerca das atividades operacionais e financeiras, favorecendo as transações junto aos mercados financeiros mundiais (MURCIA; SANTOS, 2009; VERRECCHIA, 2001; ROVER; MURCIA, 2010; MACAGNAN, 2009).

Decorrente do exposto, convém observar que algumas empresas, com finalidade estratégica de incrementar os benefícios econômicos, dispõem de um leque de informações divulgadas superior ao que a legislação preconiza (MURCIA; SANTOS, 2009; VERRECCHIA, 2001). E, no Brasil, é comum essas informações estarem permeadas entre as divulgações ambientais e sociais (PONTE; OLIVEIRA, 2004), ambientes de negócios, aspectos estratégicos e governanças corporativas (MURCIA; SANTOS, 2009). Essas informações são definidas por Verrecchia (2001) como Divulgação Baseada em Julgamento (*Discretionary-based Disclosure*), conhecida também como Teoria da Divulgação Voluntária ou Teoria do *Disclosure* Voluntário, em que se ocultam ou exibem informações, conforme o cenário estratégico a ser alcançado (MURCIA; SANTOS, 2009).

A adoção das *International Financial Reporting Standards* (IFRS) pelo Brasil, acarretou mudanças em relação aos procedimentos contábeis, bem como alterações na forma de proceder às Demonstrações Financeiras (SALOTTI; SANTOS, 2015; BRASIL, 2007). Consequentemente, tornou-se obrigatória a elaboração da Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC) e da Demonstração do Valor Adicionado (DVA), apenas para as companhias de capital aberto (BRASIL, 2007). Porém, antes de se tornarem obrigatórias, a Demonstração do Valor Adicionado e a Demonstração do Fluxo de Caixa já eram incentivadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a partir do final dos anos 90 (SALOTTI; SANTOS, 2015; SALOTTI; YAMAMOTO, 2008).



Com a condição de obrigatoriedade e a geração de novo ambiente para registro de informações antes praticadas de forma voluntária (BRASIL, 2007), a presente pesquisa visa trazer mais discussões sobre o *value relevance* e *disclosure* voluntário e obrigatório. Nesse contexto, a pesquisa buscará responder o seguinte questionamento: existe diferença na relevância informacional da Demonstração do Fluxo de Caixa e da Demonstração do Valor Adicionado quando exigidas de forma voluntária ou obrigatória?

Com respaldo, então, no questionamento ora apresentado, a pesquisa objetiva verificar se a informação contábil alterou a percepção do acionista sobre a relevância da informação contábil, dada a sua obrigatoriedade como consequência da regulamentação da elaboração da Demonstração do Valor Adicionado e da Demonstração do Fluxo de Caixa; e, adicionalmente, verificar se a DFC e a DVA possuem relevância informacional. Pesquisas em relação à avaliação de informações contábeis devem ser incitadas (BEYER et al., 2010), uma vez que o ambiente corporativo utiliza-se de informações para manter seu pleno funcionamento e, em razão de as informações relevantes produzirem aspectos mais confiáveis, reduz-se a assimetria informacional (MÚRCIA; SANTOS, 2009).

O cenário brasileiro proporciona um ambiente adequado para a pesquisa, em razão de apresentar um contexto singular de divulgação das informações contábeis, pois apresenta demonstrações financeiras elaboradas, antes de forma voluntária; e, depois da regulamentação, demonstrações que se tornaram obrigatórias (BRASIL, 2007). Dessa forma, esse ambiente proporciona um valioso comparativo entre a relevância das informações apresentadas (BRASIL, 2007, SALOTTI; YAMAMOTO, 2008; MACHADO; MACEDO; MACHADO, 2015).

No contexto da mudança em relação às informações contábeis, baseado na teoria de *value relevance* (BALL E BROWN, 1968) e *disclosure* (VERRECHIA, 2001), o resultado esperado dessa pesquisa é o de que a relevância entre a informação contábil elaborada voluntariamente, é diferente da informação contábil elaborada de forma obrigatória, uma vez que, a divulgação voluntária fornece confiança aos usuários e, é percebida pelos investidores como confiável por reduzir a assimetria informacional entre os seus *stakeholders* e as demonstrações financeiras (VERRECHIA, 2001; HEALY; PALEPU, 2001).

Subsequentemente, a pesquisa possibilitará uma melhor compreensão acerca da divulgação obrigatória e da voluntária, uma vez que a discussão sobre ser melhor exigir a informação ou permitir que seja entregue de forma voluntária, possibilitará entender, mais amplamente, a teoria quanto ao *disclosure*. Murcia e Santos (2009) afirmam que, estudos que fundamentam a Teoria da Divulgação Voluntária no Brasil ainda são carentes, e que, pesquisas nessa área auxiliarão na compreensão da valoração do *disclosure* voluntário pelos investidores.

Como contribuição, os achados da pesquisa evidenciam se a elaboração das informações contábeis como obrigatória traz uma informação mais importante para o mercado, ou se seu conteúdo se torna mais relevante quando a entrega ocorre de forma voluntária. Beyer et al., (2010) observam que, ao se estabelecerem padrões contábeis para a divulgação das informações, estas podem beneficiar a aproximação das informações empresariais, amortizando informações ambíguas e favorecendo a construção de resultados eficientes.

Trata-se este estudo de uma pesquisa empírica que se utilizou de dados capturados por meio do Base de Dados Econômica® (Balanço Patrimonial, DRE e Fluxo de caixa). Os dados da Demonstração do Valor Adicionado foram retirados das demonstrações financeiras diretamente no site de cada empresa. O período analisado corresponde ao período de 2006 a 2016. Em que o período antes da obrigatoriedade ficou o período de 2006 a 2007, por ser o período de divulgação voluntária; e o período de 2008 a 2016, período em que a elaboração dos



demonstrativos se tornou obrigatória. A estimação da relação ocorreu por meio de análise de regressão em painel.

A partir dos resultados alcançados, a pesquisa sinalizou que há distinção entre a divulgação da informação contábil realizada de forma voluntária, da divulgação realizada de forma obrigatória, pois a Demonstração do Fluxo de Caixa e a Demonstração do Valor Adicionado divulgados voluntariamente conferiram *value relevance*. Desse forma os resultados sugerem que a percepção do mercado é diferente entre as duas formas de divulgação das demonstrações.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 *Value Relevance*

A relevância das informações contábeis para o mercado corporativo, intitulada como *value relevance* (BALL; BROWN, 1968) é a capacidade de a informação provocar tomada de decisões diferenciadas por parte dos *stakeholders*, a partir dos anúncios contidos nas demonstrações financeiras (CPC 00 (R1), 2011; FAMA, 1970; BALL; BROWN, 1968; OHLSON, 1995). Machado, Macedo e Machado (2015) afirmam que, para uma informação ter relevância, deve ter o poder de alterar as decisões em relação aos investimentos. Fama (1970) define que um mercado eficiente é aquele no qual, a partir das informações disponíveis, é capaz de refletir diretamente no preço das ações, e que, esses anúncios, são capazes de ajustar o mercado acionário.

A relevância informacional das evidenciações contábeis foi vinculada ao mercado acionário a partir do estudo de Ball e Brown (1968), que consideram a relevância das informações se dão a partir da sua associação aos valores de mercado. Desde então, estudos acerca da *value relevance* foram realizados (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001; FAMA, 1970; KOTHARI, 2001; VERRECHIA, 2001; BEYER et al., 2010), buscando relacionar a relevância informacional e o mercado de ações e, ainda, a *value relevance* como atributo de redução de assimetria informacional.

Dentre essas pesquisas, Fama (1970) inseriu, no contexto, a Hipótese de Mercado Eficiente, argumentando que, em um mercado eficiente, todas as informações devem ser refletidas a partir dos preços das ações. Consequentemente, Kothari (2001) e Beyer et al. (2010) revisaram pesquisas em relação às evidenciações contábeis em ambientes corporativos, e reafirmam a associação entre a relevância informacional e o mercado de ações.

No Brasil, diversos trabalhos buscaram relacionar as informações contábeis e o impacto diante do mercado de ações e, do mesmo modo, estudar o *value relevance* das informações a partir da adoção das normas internacionais, dentre os quais destacam-se: (MACHADO; MACEDO; MACHADO, 2015; COSTA; REIS; TEIXEIRA, 2012; MADEIRA; COSTA JUNIOR, 2015; MACEDO et al., 2011; BATISTA; OLIVEIRA; MACEDO, 2017; MACEDO et al., 2012). Machado, Macedo e Machado (2015) empenharam esforços para analisar se a Demonstração do Valor Adicionado tem relevância informacional para o mercado brasileiro e, a partir dos resultados alcançados, sugerem que a DVA possui *value relevance* por conseguir explicar as alterações dos preços das ações; e testaram como proxy, a Riqueza Criada por Ação, que se revelou, estatisticamente significativa. Nessa perspectiva, o estudo teve como hipótese (H2a) de que a relevância da Demonstração do Valor Adicionado elaborada voluntariamente é diferente de quando elaborada de forma obrigatória.



No trabalho de Macedo et al. (2011), os achados da pesquisa sugerem que a obrigatoriedade da Demonstração do Fluxo de Caixa dentre as demonstrações obrigatórias, trouxe mais relevância acerca das informações para o mercado de ações. Nesse sentido, a pesquisa teve como hipótese (H1a) de que a relevância da Demonstração de Fluxo de Caixa elaborada voluntariamente é diferente de quando elaborada de forma obrigatória. Madeira e Costa Junior (2015) afirmam que o *value relevance* tem por função, conceder aos usuários do mercado acionário, informações úteis, capazes de contribuir e sustentar decisões. Macedo et al. (2011) corroboram afirmando que a informação, para ser empregada com utilidade informacional, deverá ter valor preditivo e valor confirmatório sobre suas divulgações.

Diante dos estudos, portanto, o *value relevance* das evidenciações contábeis a partir dos demonstrativos financeiros, sobrevém da capacidade de influenciar as decisões dos usuários (MACEDO et al. 2012), permeando o processo de controle dos investimentos (BEYER et al. 2010) com capacidade para reduzir as incertezas da comunicação e potencializar o valor da empresa (MACHADO; MACEDO; MACHADO, 2015).

2.2 Disclosure

A informação contábil, que é responsável por permitir a avaliação e controle de investimentos (BEYER et al. 2010), é produzida a partir das Demonstrações Financeiras, que possuem o intuito de trilharem o caminho necessário para o auxílio no processo de tomada de decisões que compete aos *stakeholders* (BRASIL, 2007; MURCIA; SANTOS, 2009). Dessa forma, a relevância das informações se dá, a partir da sua associação aos valores de mercado (MACHADO; MACEDO; MACHADO, 2015; BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001), implicando a capacidade de redução da assimetria informacional (MURCIA; SANTOS, 2009) e com a expectativa de melhorar o cenário de informações sobre o patrimônio e o desempenho das empresas (RIBEIRO; SANTOS, 2004).

2.2.1 Divulgação Voluntária (Voluntary Disclosure)

Dentre os ensaios de divulgação apresentados por Verrechia (2001), a Divulgação Baseada em Julgamento (*Discretionary-based Disclosure*), conhecida como a Teoria da Divulgação Voluntária ou Teoria do *Disclosure* Voluntário, estabelece que as informações são um processo intrínseco, e que são ocultadas ou exibidas conforme o cenário estratégico a ser alcançado (MURCIA; SANTOS, 2009). Já Dye (2001) afirma que a divulgação voluntária é mais um atributo da teoria dos jogos, devido ao fato de a companhia ofertar ou reter a informação, apenas se essas serão benéficas à sua imagem, e que jamais apresentará informações desfavoráveis, ou que venham a prejudicar sua imagem perante o mercado.

Em sua pesquisa, Bens (2002), por sua vez, relacionou que informações divulgadas voluntariamente desencadearam o aumento do controle por parte dos acionistas. Verrechia (2001), entretanto, acredita que as informações voluntárias serão divulgadas, em sua totalidade, enquanto os custos para a divulgação forem ausentes ou reduzidos, e, conforme exista um custo maior, as informações serão reduzidas, pois os benefícios da divulgação devem ser maiores que os custos incorridos por ela.

Outrossim, Dye (1985) já afirmava ser possível que as empresas forneçam informações voluntárias com credibilidade, uma vez que as assimetrias informacionais podem destruir as operações de mercado; e, como consequente, o fato de as empresas com informações creditáveis se distinguirem de empresas com informações não transparentes ou confiáveis. Macagnan (2009) acentua, sobre isso, que são vários os motivos que influenciam a evidenciação de informações voluntária, tais como a inserção da empresa no mercado de capitais, a necessidade



de elucidação sobre os resultados empresariais, fundamentação da remuneração dos gestores e redução da iminência de contestação quanto às informações.

Ponte e Oliveira (2004) lembram que as empresas já possuíam a percepção de que informações voluntárias são importantes e apresentavam, em decorrência desse entendimento, demonstrações de cunho social e ambiental, bem como produziam a elaboração da Demonstração do Valor Adicionado e da Demonstração do Fluxo de caixa antes da obrigatoriedade da elaboração advinda pela legislação. Heitzman, Wasley, Zimmerman (2010) complementam afirmando que uma empresa, ao apresentar informações voluntárias, acarreta o privilégio da redução de assimetria informacional. Verrechia (2001) afirma que quanto maior o *disclosure* voluntário, maior será a redução dessa assimetria informacional.

Várias pesquisas em relação ao *disclosure* foram realizadas a partir do trabalho de Verrechia (2001), dentre os quais destacam-se os estudos de: (HEITZMAN; WASLEY; ZIMMERMAN, 2010; BEYER, 2010; DYE, 2001; BENS, 2002). Pesquisas brasileiras que relacionam o *disclosure* voluntário e a capacidade de redução da assimetria informacional também foram desenvolvidas e destacam-se os trabalhos de Macedo et al. (2012), Salotti e Yamamoto (2008), Múrcia e Santos (2009) e Macagnan (2009)

Macedo et al. (2012) encontraram, em sua pesquisa, que informações de caráter não obrigatórios possuem *value relevance* para os usuários externos, quando relacionaram as informações divulgadas pelo EBITIDA (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) para o mercado acionário brasileiro. Salotti e Yamamoto (2008) sugerem a partir dos resultados da sua pesquisa, que a divulgação da Demonstração do Fluxo de Caixa, quando era elaborada voluntariamente, tinha capacidade de redução da assimetria informacional.

2.2.2 Divulgação Obrigatória (*Mandatory Disclosure*)

Beyer et al. (2010) questionaram a necessidade de haver a obrigatoriedade para as divulgações contábeis (*disclosure mandatory*), sob a alegação de que há uma exigência natural em relação às divulgações das informações para o mercado de capitais, tornando-a, outrossim, obrigatória para a manutenção do mesmo. Por não haver pesquisas amadurecidas acerca do *disclosure mandatory* (DYE, 2001), e não existir uma unificação em relação à teoria, ou não serem abrangentes (BEYER et al., 2010), julga-se que a teoria defendida por Verrechia (2001) é, propriamente, sobre divulgação voluntária, e não sobre divulgação obrigatória (DYE, 2001). Em consequência ao fato, é preciso ser cauteloso para afirmar que existe uma teoria sobre a divulgação (DYE, 2001).

Quanto à regulamentação da elaboração e divulgação de informações contábeis, Beyer (2010) observa que, ao se estabelecerem padrões contábeis para as informações, estas podem beneficiar a aproximação das informações empresariais, amortizando informações ambíguas e beneficiando a construção de resultados eficientes. Por consequência, a contabilidade tem a responsabilidade de municiar os seus usuários com informações relevantes e sistemáticas (PONTE; OLIVEIRA, 2004) e, por ser importante, assegurar que a informação será benéfica ao receptor, e sugestionar as decisões dos usuários (BATISTA; OLIVEIRA; MACEDO, 2017).

Nesse sentido, caracteriza-se por divulgação obrigatória, o conjunto de informações exigido pela legislação em relação às atividades desenvolvidas (PONTE; OLIVEIRA, 2004) e, havendo custo ou não para a evidenciação, a mesma deverá ser fornecida aos usuários (MAPURUNGA; PONTE; HOLANDA, 2014). Pesquisas em relação ao *disclosure* obrigatório foram desenvolvidas no Brasil (MALAQUIAS; LEMES, 2015; OLIVEIRA; BENETI; VARELA, 2011; MAPURUNGA; PONTE; HOLANDA, 2014). Mapurunga, Ponte e Oliveira



(2014) buscaram o grau de cumprimento do *disclosure* em relação ao CPC 22 e os achados da pesquisa sugerem que as empresas apresentaram baixo cumprimento quanto às orientações.

2.3 Demonstrações Financeiras

2.3.1 Demonstração do Valor Adicionado (DVA)

No final dos anos 70, empresas do Reino Unido apresentaram informações quanto ao Valor Adicionado e incluíram, voluntariamente, a Demonstração do Valor Adicionado aos relatórios anuais (PONG; MITCHELL, 2005). Apesar da evidenciação da Demonstração do Valor Adicionado não ser obrigatória internacionalmente, no ano de 1980, um quinto das grandes empresas do Reino Unido já apresentavam voluntariamente os resultados da sua elaboração (MACHADO; MACEDO; MACHADO, 2015; MORLEY, 1979). Morley (1979) apresentou, em seu estudo, que 25% das 100 maiores empresas britânicas já apresentavam essas informações, independente de exigência ou não.

Cunha, Ribeiro e Santos (2005) afirmaram que, em vários países africanos, a apresentação da Demonstração do Valor Adicionado é indispensável para a instalação de empresas em seus territórios, pois consideram que as informações trazidas pela Demonstração são relevantes para o desenvolvimento do país. Diante do exposto, a pesquisa apresentou a hipótese (H2b) de que a Demonstração do Valor Adicionado tem Relevância Informacional para o mercado acionário brasileiro. Morley (1979) afirmou que uma das vantagens a partir da evidenciação do demonstrativo, foi uma melhora em relação ao comportamento dos funcionários, tornando-os mais motivados para o trabalho, pois as informações quanto ao valor adicionado realçaram a concepção do valor criado e acessível aos trabalhadores.

Pesquisas em relação ao uso da Demonstração do Valor Adicionado e sua relevância foram realizadas por (MORLEY, 1979; MACHADO; MACEDO; MACHADO, 2015; SALOTTI; SANTOS, 2015; CUNHA; RIBEIRO; SANTOS, 2005; FREGONESI E RONCOLATO, 2014). Machado, Macedo e Machado (2015) obtiveram resultados positivos ao verificarem a relevância da informação do conteúdo da Demonstração do Valor Adicionado para o mercado de capitais. Fregonesi e Roncolato (2014) buscaram analisar a relação da DVA com os relatórios de sustentabilidade das empresas, e como resultados, encontraram que a DVA responde melhor aos objetivos quanto às informações sociais.

Pong e Mitchell (2005) afirmam que a DVA é visualizada como uma demonstração que complementa as informações das demais Demonstrações Financeiras das empresas, sendo capaz de acarretar uma perspectiva aos acionistas sobre o desempenho empresarial. Evidências sobre a utilização da demonstração, como ferramenta de avaliação empresarial e informativos sobre a capacidade de geração de riquezas, são apresentados nas obras de estudiosos da temática. (RODRIGUES; MELLO; LUSTOSA, 2007; MORLEY, 1979; PONG; MITCHELL, 2005).

Fregonesi e Roncolato (2014) enfatizam que é crescente o número de empresas no Brasil, que publicam voluntariamente informações ambientais e sociais, e adverte que essas informações são mais de caráter qualitativo do que quantitativo, trazendo informações pertinentes às ações socioambientais trabalhadas por suas empresas. Ribeiro e Santos (2004) admitem que a globalização aumentou as oportunidades de negócios e que os usuários da contabilidade estão mais atentos aos usos dos recursos empresariais.

A demonstração é elaborada a partir do reconhecimento da receita, desta são deduzidos os custos com a produção e possíveis retenções por meio da depreciação, encontrando, assim, o valor da riqueza produzida. (BRASIL, 2007; SALOTTI; SANTOS, 2015). A partir dessa produção de riqueza, são detalhadas as formas de distribuição, seja com os colaboradores



(pessoal e encargo), governo (imposto, taxas e contribuições), financiadores de capitais (juros passivos) e acionistas (dividendos e lucros retidos) (SALOTTI; SANTOS, 2015; MACHADO; MACEDO; MACHADO, 2015; CUNHA; RIBEIRO; SANTOS, 2005).

2.3.2 Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC)

Como consequência da adoção das normas internacionais, o país passou a exigir a elaboração da Demonstração do Fluxo de Caixa para empresas de capital aberto e empresas de capitais fechado, com patrimônio líquido superior a dois milhões de reais (BRASIL, 2007). As primeiras divulgações da Demonstração do Fluxo de Caixa datam de meados da década de 80, elaboradas, primeiramente, no Canadá e, após, sendo seguido por países como Estados Unidos, Reino Unido, França e Alemanha (SALOTTI; YAMAMOTO, 2008).

O surgimento do demonstrativo pode ser creditado à necessidade das empresas de prestarem informações, de forma mais simples e eficaz, aos usuários, relativo aos seus aspectos financeiros e econômicos (BRAGA; MARQUES, 2001; THEÓFILO, 1998). A carência de informações referente à capacidade de geração de caixa, era crescente entre os investidores, fomentando, assim, a inserção da Demonstração do Fluxo de Caixa em meio às Demonstrações Financeiras obrigatórias pela legislação societária (BRAGA; MARQUES, 2001; THEÓFILO, 1998)

Apesar de a DFC tornar-se obrigatória apenas com o advento da harmonização das demonstrações contábeis, muitas empresas publicavam-na voluntariamente (SALOTTI; YAMAMOTO, 2008), também para algumas organizações, a evidenciação já acontecia, em virtude de terem seus títulos negociados na Bolsa de Valores em países cuja demonstração já era exigida (MACEDO et al, 2011; SALOTTI; YAMAMOTO, 2008). Salotti e Yamamoto (2008) sentenciaram que a divulgação voluntária, à época, ganhava força em virtude do conteúdo informacional que a demonstração apresentava e pelo fato de, a partir de sua publicação, as empresas demonstrarem expressiva redução da desigualdade de informações. Dessa forma, produzindo um menor nível de assimetria informacional. Nesse sentido o estudo apresentou a hipótese (H1b) de que a Demonstração de Fluxo de Caixa tem Relevância Informacional para o mercado acionário brasileiro;

Braga e Marques (2001) destacaram que a DFC trazia, em seu conteúdo, informações em relação ao fluxo financeiro e oferecia elementos para a avaliação da capacidade de pagamentos (liquidez). Alicerçado por Macedo, et al (2011), por intermédio dos subsídios fornecidos pela DFC, considera-se ser possível colher informações em relação ao quadro de solvência empresarial durante um determinado período. Isso é alcançado, uma vez que as informações geradas se dão, especificamente, quanto às variações ocorridas no caixa da empresa (BRASIL, 2007).

Várias pesquisas foram realizadas sobre a utilização da DFC como divulgação voluntária e a sua relevância informacional (MACEDO et al, 2011; SOUZA et al, 2008; SALOTTI; YAMAMOTO, 2008; BORSATO; PIMENTA; LEMES, 2009). Discorre-se sobre os estudos de Salotti e Yamamoto (2008) que pesquisaram, a partir da Teoria da Divulgação Voluntária, os determinantes da divulgação da DFC por empresas brasileiras; e, como resultado, evidenciaram que este procedimento tem forte correlação com a teoria do *disclosure* voluntário e, ainda, que tem relação positiva com o desempenho da empresa. Macedo et. al. (2011) analisaram ter havido impacto informacional a partir a teoria da *value relevance*, em relação à substituição da Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos pela Demonstração do Fluxo de Caixa; e os resultados encontrados apontaram que a DFC acrescentou mais relevância às informações contábeis em relação a DOAR.



Em relação à estrutura da Demonstração do Fluxo de Caixa, a conta Caixa é entendida como Dinheiro em espécie, Depósitos Bancários e Aplicações Financeiras de rápida conversão em dinheiro (BRASIL, 2007). Braga e Marques (2001), quanto à estrutura da Demonstração de Fluxo de Caixa, ressaltaram que o demonstrativo é dividido em três aspectos, ou atividades, tais como: Atividades Operacionais, Atividades de Investimentos e Atividades de Financiamentos. Salotti e Yamamoto (2008) perfazem que, a partir da somatória desses fluxos, encontram-se as variações líquidas e são somadas às variações dos exercícios anteriores (nesse caso, o saldo final do caixa).

As Atividades Operacionais compreendem todas as movimentações da conta Caixa em relação ao objeto social em que a empresa está inserida. Atividades de Investimentos dão-se a partir das variações da conta Caixa com itens utilizados para dar suporte às atividades operacionais, ou para a realização de bens ou serviços. E, as Atividades de Financiamentos traduzem as movimentações do Caixa em relação aos capitais que financiaram as atividades empresariais, tais como capitais próprios e algumas exigibilidades (BRAGA; MARQUES, 2001; SALOTTI; YAMAMOTO, 2008, BRASIL, 2007).

3. METODOLOGIA

3.1 Tipo de Pesquisa e Composição da Amostra

Com o intuito de identificar se há diferença na *value relevance* da informação contábil, elaborada de forma obrigatória ou voluntária, a partir da Demonstração do Fluxo de Caixa e da Demonstração do Valor Adicionado, a pesquisa identificou grupo de empresas que elaborou as demonstrações antes de forma voluntária e, posteriormente, de forma obrigatória.

A pesquisa foi desenvolvida por meio do método dedutivo, quantitativo e descritivo a partir de Demonstrativos Financeiros de empresas de capital aberto referentes ao ano de 2006 a 2016, por intermédio da Base de Dados Económica®. O corte de tempo utilizado foi o longitudinal e realizado com suporte nos dados secundários obtidos das Demonstrações Financeiras das empresas.

A amostra constituiu-se pelo método não probabilístico, composta por todas as empresas não financeiras, listadas na B3, que elaboraram a Demonstração do Valor Adicionado e/ou a Demonstração de Fluxo de Caixa de forma voluntária nos períodos de 2006 a 2007, período anterior à obrigatoriedade da elaboração; e do período de 2008 a 2016, após a obrigatoriedade das informações contábeis. A divisão do tempo da pesquisa foi realizada em virtude da Demonstração do Valor Adicionado não possuir amostras consistentes de publicação anterior ao ano de 2006 (OLIVEIRA;

A composição da amostra partiu de um número de 2.668 observações, para cada demonstrativo financeiro, e destas, foram excluídas as observações sem informações de alguma variável, sendo 1.190 exclusões para o grupo de amostras da Demonstração do Fluxo de Caixa, e, 1.273 para observações acerca da Demonstração do Valor Adicionado. Por inferir um processo de descontinuidade empresarial, foram excluídas da amostra, as observações que apresentaram um Patrimônio Líquido Negativo, sendo 60 observações para o grupo que divulgou DFC e 45 para o Grupo que divulgou DVA. Portanto, como resultado final da amostra, têm-se 1.418 observações da Demonstração do Fluxo de Caixa, e, 1.350 observações da Demonstração do Valor Adicionado, conforme Tabela 01.



Tabela 01: Composição da Amostra

VARIÁVEIS	DFC	DVA
OBSERVAÇÕES INICIAIS	2.668	2.668
Variáveis (RETORNO, FCOa, VADa, PLa, LLa, LIQUIDEZ e TAMANHO), sem valores de referência	1.190	1.273
Patrimônio Líquido Negativo	60	45
TOTAL EXCLUSÕES	1.250	1.318
OBSERVAÇÕES FINAIS	1.418	1.350
Observações período voluntário	106	80
Observações período obrigatório	1.312	1.270

Fonte: Elaborada pelas autoras (2018)

3.2 Modelos Econométricos e Definição das Variáveis

Para a verificação da *value relevance* em relação a Demonstração do Valor Adicionado, a pesquisa teve como variável explicada o Retorno da Ação, como variáveis explicativas o Valor Adicionado total a Distribuir por Ação, o Valor Adicionado total a Distribuir por Ação no período de obrigação voluntária, e, o Valor Adicionado total a Distribuir por Ação no período de divulgação obrigatória. Como variáveis de controle, utilizou-se o Patrimônio Líquido por Ação, o Lucro Líquido por Ação, o Tamanho e a Liquidez da Ação.

E, para a investigação do *value relevance* em relação a Demonstração do Fluxo de Caixa, a pesquisa teve também como variável explicada o Retorno da Ação, e como variáveis explicativas, o Fluxo de Caixa Operacional por Ação, o Fluxo de Caixa Operacional por Ação no período de obrigação voluntária, e, o Fluxo de Caixa Operacional por Ação no período de divulgação obrigatória. Como variáveis de controle, utilizou-se o Patrimônio Líquido por Ação, o Lucro Líquido por Ação, o Tamanho e a Liquidez da Ação.

Tais variáveis de controle foram inseridas para conceder maior robustez ao estudo, uma vez que, foram utilizadas em vários estudos de *value relevance*, tais como Ohlson (1995), Keene e Peterson (2007), Machado, Macedo e Machado (2015), Macedo et. al (2011) e Lopes, Sant'Anna e Costa (2007). Para o Retorno da ação, o preço da ação teve a data de 31 de março, pois confere o período onde a maioria das informações contábeis são divulgadas para o mercado, por ser a data limite conferida pela legislação.

A análise dos dados foi desenvolvida por meio de análise de dados quantitativa e para a estimação da relação estudada foi utilizada a análise de linear múltipla em painel, que é representado pela Equação 1:

$$RETORNO_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCOa_{it} + \beta_2 FCOaOBRI_{it} + \beta_3 FCOaVOLUN_{it} + \beta_4 PLa_{it} + \beta_5 LLa_{it} + \beta_6 LIQUIDEZ_{it} + \beta_7 TAMANHO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Assim: $RETORNO_{it}$ Preço da Ação do ano vigente da empresa i no tempo t , menos o preço da ação do ano anterior, da empresa i no tempo t , dividido pelo preço a ação do ano anterior (Variável dependente); $FCOa_{it}$ Fluxo de Caixa Operacional por Ação da empresa i no tempo t , dado a partir do valor do Fluxo de Caixa Operacional, dividido pela quantidade de ações (Variável independente); $FCOaOBRI_{it}$ Fluxo de Caixa Operacional por Ação no período de divulgação obrigatória, da empresa i no ano t . Interação da variável Fluxo de Caixa Operacional por Ação e Dummy de obrigatoriedade de divulgação (Variável independente) e $FCOaVOLUN_{it}$ Fluxo de Caixa Operacional por Ação no período de divulgação voluntária, da empresa i no ano t . Interação da variável Fluxo de Caixa Operacional por Ação e Dummy de obrigatoriedade de divulgação (Variável independente).



Para variáveis de controle, definiu-se o PLa_{it} Patrimônio Líquido por Ação empresa i no tempo t , encontrada a partir do valor do patrimônio Líquido, dividido pela quantidade de ações; LLa_{it} valor do Lucro Líquido por Ação da empresa i no tempo t , encontrada a partir do Lucro Líquido, dividido pela quantidade de ações; $LIQUIDEZ_{it}$ liquidez da ação da empresa i no tempo t ; $TAMANHO_{it}$ tamanho o ativo da empresa i no tempo t e ε_{it} = Termo de erros. Foi aplicado a técnica de Winsor para 1% em cada cauda da distribuição para mitigar o efeito dos *outliers*.

Para identificar se relevância da Demonstração do Fluxo de Caixa elaborada voluntariamente é diferente de quando elaborada de forma obrigatória (H1a), definiu-se uma variável *dummy* igual a 1 (um), quando for obrigatória; e igual a 0 (zero) quando não for obrigatória, e, uma variável *dummy* igual a 1 (um), quando for voluntária; e igual a 0 (zero) quando não for voluntária. Tais variáveis - *dummies* - foram interagidas com o Fluxo de Caixa Operacional por Ação ($FCOa$). A partir da hipótese de que a Demonstração do Fluxo de Caixa, quando divulgada de forma voluntária, tenha uma relevância informacional maior ou menor que quando divulgada de forma obrigatória, esperava-se que o coeficiente β_2 e β_3 fossem estatisticamente significativos e positivos/negativos, uma vez que, são esses coeficientes que mensuram a relevância adicional.

Para testar a hipótese de que a Demonstração de Fluxo de Caixa tem Relevância Informacional (H1b), foi analisado o coeficiente β_1 , que capturou o efeito do Fluxo de Caixa Operacional por ação ($FCOa$) em relação ao Retorno da Ação. Especificamente, esperava-se que o coeficiente β_1 , fosse estatisticamente significativo e positivo, uma vez que se tinha expectativa de que o Fluxo de Caixa Operacional por Ação tivesse relevância informacional para explicar o valor de mercado. Tal expectativa está em consonância com os trabalhos de Salotti e Yamamoto (2008), Macedo *et al.* (2011) e Bastos *et al.* (2009), os quais identificaram que o Fluxo de Caixa Operacional possui *value relevance*.

Definiu-se como variáveis de controle do modelo PLa , LLa , $LIQUIDEZ$ e $TAMANHO$ por também apresentarem influência no preço das ações e, por conseguinte, esperava-se que o coeficiente β_7 seja estatisticamente significativo e negativo, e os coeficientes β_4 , β_5 , e β_6 sejam estatisticamente significativos e positivos, em virtude de que a leitura sobre *value relevance* vem demonstrando que patrimônio líquido e o lucro líquido tem relevância no mercado de capitais. Essas influências são sustentadas pelos trabalhos de Ohlson (1995), Keene e Peterson (2007), Brown, Lo e Lys (1999), Machado, Macedo e Machado (2015) e Macedo *et al.* (2011).

Para identificar se a relevância da Demonstração do Valor Adicionado elaborada voluntariamente é diferente de quando elaborada de forma obrigatória (H2a), definiu-se uma variável *dummy* igual a 1 (um), quando for obrigatória; e igual a 0 (zero) quando não for obrigatória, e, uma variável *dummy* igual a 1 (um), quando for voluntária; e igual a 0 (zero) quando não for voluntária. Tais variáveis - *dummies* - foram interagidas com o Valor Adicionado total a Distribuir por Ação ($VADa$), conforme Equação 2:

$$RETORNO_{it} = \beta_0 + \beta_1 VADa_{it} + \beta_2 VADaOBRI_{it} + \beta_3 VADaVOLUN_{it} + \beta_4 PLa_{it} + \beta_5 LLa_{it} + \beta_6 LIQUIDEZ_{it} + \beta_7 TAMANHO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Neste caso: $RETORNO_{it}$ Preço da Ação do ano vigente da empresa i no tempo t , menos o preço da ação do ano anterior, da empresa i no tempo t , dividido pelo preço a ação do ano anterior (Variável dependente); $VADa_{it}$ Valor Adicionado total a Distribuir por Ação da empresa i no tempo t , encontrado a partir do Valor Adicionado total a Distribuir, dividido pela quantidade de ações (Variável independente); $VADaOBRI_{it}$ Valor Adicionado total a Distribuir por Ação no período de divulgação obrigatória, da empresa i no ano t . Interação da variável



Valor Adicionado total a Distribuir por Ação e Dummy de obrigatoriedade de divulgação (Variável independente); $VADaVOLUN_{it}$ Valor Adicionado total a Distribuir por Ação no período de divulgação voluntária, da empresa i no ano t . Intereção da variável Valor Adicionado total a Distribuir por Ação e Dummy de obrigatoriedade de divulgação (Variável independente) e ε_{it} = Termo de erros. Foi aplicado a técnica de Winsor para 1% em cada cauda da distribuição para mitigar o efeito dos *outliers*.

Na Equação 2 também foram utilizadas as variáveis de controle *PLa*, *LLa*, *LIQUIDEZ* e *TAMANHO* conforme já definidas na Equação 1. Essa expectativa coaduna-se com o trabalho Machado, Macedo e Machado (2015) quando sugerem que o conteúdo da DVA possui *value relevance* por explicar a variação dos preços das ações e, tendo sido testadas como proxy, a Riqueza Criada pela Ação, revelaram-se estatisticamente significativas.

A partir da hipótese de que a Demonstração do Valor Adicionado, quando divulgada de forma voluntária, tenha uma relevância informacional maior ou menor que quando divulgada de forma obrigatória, esperava-se que o coeficiente β_2 e β_3 fossem estatisticamente significativos e positivos/negativos, uma vez que, são esses coeficientes que mensuram a relevância da DVA obrigatória e da DVA voluntária, respectivamente.

Para testar a hipótese de que a Demonstração do Valor Adicionado tem Relevância Informacional (H2b), foi analisado o coeficiente β_1 , que capturou o efeito do Valor Adicionado total a Distribuir por Ação (*VADa*) em relação ao Retorno da Ação. Especificamente, esperava-se que o coeficiente β_1 , fosse estatisticamente significativo e positivo, uma vez que se tinha expectativa de que o Valor Adicionado total a Distribuir por Ação tivesse relevância informacional para explicar o valor de mercado. Tal expectativa está em consonância com o trabalho de Machado, Macedo e Machado (2015), o qual identificou que a Demonstração do valor Adicionado possui *value relevance*. No Quadro 01, são apresentadas as variáveis da pesquisa.

Quadro 01: Variáveis da Equação 1 e Equação 2

Variáveis	Sigla	Tipo	Descrição	Referências
Retorno da Ação	<i>RETORNO</i>	Variável Dependente	Relação de ganho da ação a partir do resultado dos investimentos.	Fama e French (2004)
Valor Adicionado Total a Distribuir por Ação	<i>VADa</i>	Variável Independente	Valor decorrente da confrontação de todos os ingressos (receitas) com todos os gastos do período, dividido pela quantidade de ações.	Machado, Macedo e Machado, (2015)
Fluxo de Caixa Operacional por Ação	<i>FCOa</i>	Variável Independente	Somatório das atividades relacionadas com a produção e entrega de bens e serviços dividido por quantidades de ações.	Macedo et al., (2011)
Patrimônio Líquido por Ação	<i>PLa</i>	Variável de Controle	Valor contábil pertencente aos acionistas ou quotistas, dividido pela quantidade de ações.	Ohlson (1995)
Lucro Líquido por Ação	<i>LLa</i>	Variável de Controle	Resultado do exercício que remanescer depois de deduzidas as participações, dividido pela quantidade de ações.	Ohlson (1995)
Liquidez da Ação	<i>LIQUIDEZ</i>	Variável de Controle	Eficiência na transformação de ativos em dinheiro	Keene e Peterson (2007)
Tamanho	<i>TAMANHO</i>	Variável de Controle	Ativo total da empresa	Antunes, Lamounier e Bressan (2006)

Fonte: Elaborada pelas autoras (2018)



4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Neste item, apresentam-se os resultados obtidos por meio da análise de regressão em painel, para o período de 2006 a 2016. Foram analisadas 2.768 observações, divididas em 1.350 observações para as empresas com Demonstração do Valor Adicionado, e, destas, 80 observações para o período de divulgação voluntária, e, 1.270 observações para o período de divulgação obrigatória. E, 1.418 observações de empresas com Demonstração do Fluxo de Caixa, das quais, 106 observações para o período de divulgação voluntária, e, 1.312 observações para o período de divulgação obrigatória.

Tabela 02: Fluxo de Caixa Operacional e Retorno

RETORNO	Coef.	Erro Padrão.	Estat. t	P-valor	[95% Conf. Interval]
FCOa	0,0095139	0,0073552	1,29	0,197	-0,004998 0,0240257
FCOaOBRI	0,0013424	0,005237	0,26	0,798	-0,0089902 0,0116751
FCOaVOLUN	0,0091492	0,0047144	1,94	0,054***	-0,0001524 0,0184508
LLa	0,0057433	0,001579	3,64	0,000*	0,0026279 0,0088586
PLa	0,0006585	0,0003749	1,76	0,081***	-0,0000812 0,0013981
LIQUIDEZ	-0,039956	0,028619	-1,40	0,164	-0,0964217 0,0165097
TAMANHO	-0,1729737	0,0701741	-2,46	0,015**	-0,311428 -0,0345193
R² = 0,2915					
Efeito Fixo de Ano: Sim					
Efeito Fixo de Firma: Sim					

A tabela 02 apresenta a regressão estatística, em painel com efeito fixo de ano e efeito fixo de firma, que examinou a *value relevance* do Demonstração do Fluxo de Caixa, utilizando como proxy o Fluxo de Caixa Operacional por Ação, (*FCOa*) da empresa *i* no ano *t*, o *FCOaOBRI*, fluxo de caixa operacional por ação no período de divulgação obrigatória, da empresa *i* no ano *t*, e o *FCOaVOLUN*, fluxo de caixa operacional por ação no período de divulgação voluntária, da empresa *i* no ano *t*. O modelo buscou conferir o quanto o valor do *FCOa* é capaz de explicar a movimentação do valor de mercado, através do Retorno da Ação (*RETORNO*) da empresa *i* no ano *t*, correspondente à variável dependente, o *LLa* lucro líquido por ação da empresa *i* no ano *t*, *PLa* patrimônio líquido por ação da empresa *i* no ano *t*, a *LIQUIDEZ*, liquidez da ação da empresa *i* no tempo *t* e o *TAMANHO*, tamanho da empresa da empresa *i* no tempo *t*.

*** indica significância a 10%, ** indica significância estatística a 5%, * indica significância estatística a 1%.

Fonte: Elaborada pelas autoras (2018)

A regressão estatística para a variável *FCOaVOLUN* (Fluxo Operacional por Ação no período de divulgação voluntária), apresentou-se estatisticamente positiva e significativa, com um nível de significância a 10%, apresentando um p-valor de 0,054. Nesse sentido, rejeita-se a hipótese nula (H_0) de que, a divulgação da Demonstração do Fluxo de Caixa elaborada de forma voluntária não é diferente de quando elaborada de forma obrigatória. Diante do resultado, sugere que existe diferença na divulgação da informação contábil realizada de forma voluntária, do que quando, realizada de forma obrigatória. Nesse sentido, o *Voluntary Disclosure* é interpretado de forma diferente pelo mercado, uma vez que confere confiança aos investidores, possui *value relevance*, e é capaz de reduzir a assimetria informacional.

Esse resultado solidifica o trabalho de Salotti e Yamamoto (2008), onde indicam que a divulgação da Demonstração do Fluxo de Caixa, quando era elaborada voluntariamente, tinha capacidade de redução da assimetria informacional. O trabalho de Macedo et al. (2011) vem de encontro com os resultados para confirmar que a variável *FCOa* é significativa para explicar retorno da ação. Ao analisar os resultados do período completo, o mesmo, sugere não ser significativo, uma vez que, a variável obrigatória polui os resultados. O coeficiente de



determinação da regressão (R^2) é de 0,2915, o que significa que 29,15% do retorno da ação pode ser explicada pelas variáveis da pesquisa.

Nesse modelo, foram testadas também, para atribuir uma melhor robustez aos resultados, as variáveis de controle *LLa*, *PLa*, *LIQUIDEZ* e *TAMANHO*. Os resultados demonstram o Patrimônio Líquido por Ação estaticamente significativo e positivo, a um nível de significância de 10%, e, um grau de confiança de 90% em relação às variações do mercado de capital, e o Lucro Líquido por Ação estaticamente significativo e positivo, a um nível de significância de 1%, e, um grau de confiança de 99% em relação às variações do mercado. Os resultados vem de encontro com Ohlson (1995) onde afirma que, as variáveis são capazes de explicar o preço da ação. Assim sendo, as variáveis são capazes de explicar o retorno da ação, e por isso possuem relevância informacional. A variável *TAMANHO*, se demonstrou ser estaticamente significativa e negativa a 5%.

Tabela 03: Valor Adicionado e Retorno

RETORNO	Coef.	Erro Padrão.	Estat. t	P-valor	[95% Conf. Interval]	
VADa	7,23e-06	0,0000409	-0,18	0,860	-0,0000879	0,0000734
DVAaOBRI	7,29e07	1,38e-06	0,53	0,597	-1,99e-06	3,44e-06
DVAaVOLUN	0,0001142	0,0000219	5,21	0,000*	0,000071	0,0001575
LLa	0,0057484	0,0014991	3,83	0,000*	0,0027903	0,0087064
PLa	0005184	0,0004496	1,15	0,250	-0,0003687	0,0014056
LIQUIDEZ	-0,0469712	0,0349657	-1,34	0,181	-0,115964	0,0220216
TAMANHO	-0,184008	0,0802728	-2,29	0,023**	-0,3423989	-0,0256171
$R^2 =$		0,2767				
Efeito Fixo de Ano: Sim						
Efeito Fixo de Firma: Sim						

A Tabela 03 apresenta a regressão estatística, em painel com efeito fixo de ano e efeito fixo de firma, que examinou a *value relevance* da Demonstração do Valor Adicionado, utilizando como proxy o Valor Adicionado total a Distribuir por Ação, (*VADa*) da empresa *i* no ano *t*, o *VADaOBRI*, Valor Adicionado total a Distribuir por ação no período de divulgação obrigatória, da empresa *i* no ano *t*, e *VADaVOLUN*, Valor Adicionado total a Distribuir por ação no período de divulgação voluntária, da empresa *i* no ano *t*. O modelo buscou conferir o quanto o valor do *VADa* é capaz de explicar a movimentação do valor de mercado, através do Retorno da Ação (*RETORNO*) da empresa *i* no ano *t*, correspondente à variável dependente, o *LPa* lucro líquido por ação da empresa *i* no ano *t*, *PLa* patrimônio líquido por ação da empresa *i* no ano *t*, a *LIQUIDEZ*, liquidez da ação da empresa *i* no tempo *t* e o *TAMANHO*, tamanho da empresa da empresa *i* no tempo *t*.

*** indica significância a 10%, ** indica significância estatística a 5%, * indica significância estatística a 1%.

Fonte: Elaborada pelas autoras (2018)

Para analisar o efeito da divulgação da Demonstração do Valor Adicionado, a regressão estatística para a variável *VADaVOLUN* (Valor Adicionado total a Distribuir por Ação no período de divulgação voluntária), apresentou-se estatisticamente positiva e significativa, com um nível de significância a 1%, apresentando um p-valor de 0,000, e um grau de confiança de 99%. A partir desse resultado, rejeita-se a hipótese nula (H_0) de que, a divulgação da Demonstração do Valor Adicionado elaborada de forma obrigatória não é diferente de quando elaborada de forma voluntária. Esses resultados corroboram com os resultados do trabalho de Machado, Macedo e Machado (2015) o qual examinaram a relevância da informação do conteúdo da Demonstração do Valor Adicionado para o mercado de capitais. O coeficiente de determinação da regressão (R^2) é de 0,2767, remetendo que 27,67% do retorno da ação pode ser explicada pelas variáveis dependentes e independentes da pesquisa.

A partir dos resultados alcançados, a pesquisa sinaliza que há distinção entre a divulgação da informação contábil realizada de forma voluntária, da divulgação realizada de



forma obrigatória. A percepção do mercado é diferente entre as duas formas de divulgação da demonstração. Quando apresentada a regressão da demonstração do período completo, o mesmo, sugere não ser significativo, uma vez que, a variável obrigatória polui os resultados.

E também, nesse modelo, foram testadas, para conferir maior vigor aos resultados, as variáveis de controle *LLa* e *TAMANHO*. O *LLa* demonstrou ser estaticamente significativo e positivo, a um nível de significância de 1%, e, um grau de confiança de 99% em relação às variações do mercado. Os resultados vem de encontro com Ohlson (1995) onde afirma que Lucro Líquido é capaz de explicar o preço da ação, e a variável *TAMANHO*, se demonstrou ser estaticamente significativa e negativa a 5%.

Diante dos resultados, em consonância com Verrechia (2001), inferiu-se, que a informação contábil, quando divulgada de forma voluntária, é percebida de forma melhor do que quando exigida sua divulgação

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A *value relevance* das informações contábeis se dá a partir do momento em que estas possuem a capacidade de provocar uma movimentação no mercado de capitais, auxiliar no processo de avaliação de investimentos e provocar tomada de decisões diferenciadas por parte dos seus usuários.

Com a adoção das *International Financial Reporting Standards* (IFRS) pelo Brasil, a Demonstração do Fluxo de Caixa e a Demonstração do Valor Adicionado tornaram-se obrigatórias. Nesse contexto, o estudo teve por objetivo verificar se a informação contábil alterou a percepção do acionista sobre a relevância da informação contábil, dada a sua obrigatoriedade como consequência da regulamentação da elaboração da Demonstração do Valor Adicionado e da Demonstração do Fluxo de Caixa; e, adicionalmente, verificar se a DFC e a DVA possuem relevância informacional.

Foi analisado o Fluxo de Caixa Operacional por Ação (*FCOa*) e o Valor Adicionado total a Distribuir por Ação (*VADa*) das empresas não financeiras, listadas na B3 e a sua relação com o preço das ações, nos períodos de 2006 a 2007 (compreendido como período antes da obrigatoriedade da evidenciação contábil) e de 2008 a 2016 (período que compreende o depois da obrigatoriedade de elaboração)

Analisou-se, a relevância da Demonstração do Fluxo de Caixa, utilizando como *proxy* o Fluxo de Caixa Operacional por Ação, Fluxo de Caixa Operacional por Ação para o período de divulgação voluntária e Fluxo de Caixa Operacional por Ação para o período de divulgação obrigatória. E, para a análise relevância da Demonstração do valor Adicionado, utilizando a *proxy* Valor Adicionado total a Distribuir por Ação, o Valor Adicionado total a Distribuir por Ação no período de divulgação voluntária, e Valor Adicionado total a Distribuir por Ação no período de divulgação obrigatória. As variáveis explicativas foram controladas pelo Patrimônio Líquido por Ação, Lucro Líquido por Ação, Liquidez da Ação e Tamanho.

O resultado da regressão indicou uma *value relevance* estatisticamente positiva e significativa, com um nível de significância a 10% entre a Demonstração do Fluxo de Caixa, quando apresentada de forma voluntária, e o retorno da ação. Assim, sugere-se que, mesma possuem a capacidade de movimentar o mercado de capitais, auxiliar no processo de avaliação de investimentos e estimular a tomada de decisões dos *stakeholders*.

Nesse sentido, confirma-se a hipótese de que a Demonstração de Fluxo de Caixa possui *value relevance*, alinhando o resultado com os estudos de Salotti e Yamamoto (2008) e Macedo



et. al. (2012), e que, a relevância da DFC elaborada voluntariamente é diferente de quando elaborada de forma obrigatória.

E, para os resultados da Demonstração do Valor Adicionado, a regressão indicou uma relevância informacional estatisticamente positiva e significativa, com um nível de significância a 1% entre a Demonstração do Valor Adicionado apresentado de forma voluntária e o Retorno da Ação.

Nessa perspectiva, manifesta-se que, a informação pode modificar a decisão dos usuários da informação contábil. Diante do exposto, confirma-se a hipótese de que a Demonstração do Valor Adicionado possui *value relevance*, Machado, Macedo e Machado (2015), e que, a relevância da DVA elaborada voluntariamente é diferente de quando elaborada de forma obrigatória.

Ao verificar a relevância informacional para a Demonstração do Fluxo de Caixa e para a Demonstração do Valor Adicionado para o período completo, os resultados da regressão, acredita-se que, os dados foram deturpados pelo período de obrigatoriedade, pois não apresentaram um resultado positivo e significativo em relação ao retorno das ações.

A partir dos resultados alcançados, a pesquisa sinaliza que há distinção entre a divulgação da informação contábil realizada de forma voluntária, da divulgação realizada de forma obrigatória. A percepção do mercado é diferente entre as duas formas de divulgação das demonstrações.

Os achados da pesquisa evidenciam-se significativos por fazerem o comparativo entre a relevância das informações divulgadas de forma voluntária e obrigatória, contribuindo para munir de informação o legislador, pois, pode auxiliar no processo de elaboração da exigência da informação contábil.

Como limitação de pesquisa, tem-se a inexpressiva amostra do período de divulgação voluntária da Demonstração do Fluxo de Caixa e da Demonstração do Valor Adicionado; e como recomendações de pesquisas futuras, observa-se importante a utilização de outras *proxies* que não sejam o *FCOa* e a *VADa*.

REFERÊNCIAS

ANTUNES, Gustavo Amorim; LAMOUNIER, Wagner Moura; BRESSAN, Aureliano Angel. Análise do "efeito tamanho" nos retornos das ações de empresas listadas na Bovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 17, n. 40, p. 87-101, 2006.

BALL, Ray; BROWN, Philip. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of accounting research**, p. 159-178, 1968.

BARTH, Mary E.; BEAVER, William H.; LANDSMAN, Wayne R. The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. **Journal of Accounting and Economics**, v.31 p. 77-104, 2001.

BASTOS, Douglas Dias et al. A relação entre o retorno das ações e as métricas de desempenho: evidências empíricas para as companhias abertas no Brasil. **REGE Revista de Gestão**, v. 16, n. 3, p. 65-79, 2009.



BATISTA, Tayná Cruz; OLIVEIRA, Juliana Ferreira de; MACEDO, Marcelo Álvaro da Silva. Relevância da informação contábil para o mercado brasileiro de capitais: uma análise comparativa entre lucro líquido, lucro abrangente e fluxo de caixa operacional. **RACE-Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 16, n. 1, p. 381-408, 2017.

BENS, Daniel A. The determinants of the amount of information disclosed about corporate restructurings. **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 1, p. 1-20, 2002.

BEYER, Anne et al. The financial reporting environment: Review of the recent literature. **Journal of accounting and economics**, v. 50, n. 2, p. 296-343, 2010.

BORSATO, Jaluza Maria Lima Silva; PIMENTA, Daiana Paula; LEMES, Sirlei. Uma abordagem comparativa na análise da DOAR e DFC: um estudo de caso na Cia. Vale do Rio Doce. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 20, n. 2, p. 161-179, 2009.

BRAGA, Roberto; MARQUES, José Augusto Veiga da Costa. Avaliação da liquidez das empresas através da análise da demonstração de fluxos de caixa. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 12, n. 25, p. 06-23, 2001.

BRASIL. Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. 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. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**. Poder Executivo, Brasília DF, 28 dez. 2007. Seção 1, p. 2.

BROWN, Stephen.; LO, Kin.; LYS, Thomas. Use of R2 in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades. **Journal of Accounting and Economics**, v. 28, p. 83-115, 1999.

COMITÊ, DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. CPC 00 R1: Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro. **Brasília, dez**, 2011.

COSTA, Fábio Moraes; REIS, Danilo José Santana dos; TEIXEIRA, Arilda Magna Campagnaro. Implicações de Crises Econômicas na Relevância da Informação Contábil das Empresas Brasileiras. **REPeC - Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, v. 6, n. 2, art. 2, p. 141-153, abr./jun. 2012.

CUNHA, Jacqueline Veneroso Alves; RIBEIRO, Maisa de Souza; SANTOS, Arioaldo dos. A demonstração do valor adicionado como instrumento de mensuração da distribuição da riqueza. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 37, p 7-23, 2005.

DYE, Ronald A. An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1-3, p. 181-235, 2001.

DYE, Ronald A. Disclosure of nonproprietary information. **Journal of accounting research**, v. 23, n. 1, p. 123-145, 1985.



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

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. The capital asset pricing model: Theory and evidence. **Journal of economic perspectives**, v. 18, n. 3, p. 25-46, 2004.

FREGONESI, Mariana Simões Ferraz do Amaral; RONCOLATO Aruna. Análise da relação da demonstração do valor adicionado com os relatórios de sustentabilidade das empresas. In: CONGRESSO ANPCONT, 8., 2014, Rio de Janeiro. **Anais...** p. 1-17.

HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of accounting and economics**, v. 31, n. 1-3, p. 405-440, 2001.

HEITZMAN, Shane; WASLEY, Charles; ZIMMERMAN, Jerold. The joint effects of materiality thresholds and voluntary disclosure incentives on firms' disclosure decisions. **Journal of accounting and economics**, v. 49, n. 1, p. 109-132, 2010.

KEENE, Marvin A.; PETERSON, David R. The importance of liquidity as a factor in asset pricing. **Journal of Financial Research**, v. 30, n. 1, p. 91-109, 2007.

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

LOPES, Alexsandro Broedel; SANT'ANNA, Dimitri Pinheiro de; COSTA, Fábio Moraes da. A relevância das informações contábeis na Bovespa a partir do arcabouço teórico de Ohlson: avaliação dos modelos de Residual Income Valuation e Abnormal Earnings Growth. **Revista de Administração-RAUSP**, v. 42, n. 4, 2007.

MACAGNAN, Clea Beatriz. Evidenciação voluntária: fatores explicativos da extensão da informação sobre recursos intangíveis. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 50, 2009.

MACEDO, Marcelo Álvaro da Silva et al. Análise do impacto da substituição da DOAR pela DFC: um estudo sob a perspectiva do value-relevance. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 22, n. 57, 2011.

MACEDO, Marcelo Álvaro da Silva et al. Análise da relevância do EBITDA versus fluxo de caixa operacional no mercado brasileiro de capitais. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v.5, n.1, p. 99-130, 2012.

MACHADO, Márcio André Veras; MACEDO, Álvaro da Silva; MACHADO, Márcia Reis. Análise da relevância do conteúdo informacional da DVA no mercado brasileiro de capitais. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 26, n. 67, p. 57-69, 2015.

MADEIRA, Fabio Lopes; COSTA JUNIOR, Jorge Viera da. Value Relevance dos Outros Resultados Abrangentes nas Companhias Abertas Brasileiras. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 8, n. 2, p. 204-217, 2015.



MALAQUIAS, Rodrigo Fernandes; LEMES, Sirlei. Evidenciação e volatilidade: testes com equações estruturais. **Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS**, v. 12, n. 2, 2015.

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

MURCIA, Fernando Dal-Ri; SANTOS, Ariovaldo dos. Fatores determinantes do nível de *disclosure* voluntário das companhias abertas no Brasil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**. v. 3, n. 2, p. 72-95, 2009.

MAPURUNGA, Patrícia Vasconcelos Rocha; PONTE, Vera Maria RODRIGUES; HOLANDA, Allan Pinheiro. Fatores explicativos da aderência das firmas brasileiras ao *disclosure* relativo às informações por segmento. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 33, n. 1, 2014.

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

LIVEIRA, Araceli Faria de; BENETTI, Juliana Eliza; VARELA, Patrícia Siqueira. Disclosure das provisões e dos passivos e ativos contingentes: um estudo em empresas listadas na BM&FBovespa. In: Congresso da associação nacional dos programas de pós-graduação em ciências contábeis (ANPCONT), V, Vitória. **Anais...**2011.

OLIVEIRA, Ismael Alencar Fiuza de; COELHO, Antônio Carlos Dias. Impacto da Divulgação Obrigatória da DVA: Evidência em Indicadores Financeiros. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 2, n. 3, p. 41-55, 2014.

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

PONTE, Vera Maria Rodrigues; OLIVEIRA, Marcelle Colares. A prática da evidenciação de informações avançadas e não obrigatórias nas demonstrações contábeis das empresas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 15, n. 36, p. 7-20, 2004.

RIBEIRO, Maísa de Souza. SANTOS, Ariovaldo dos. A Remuneração dos Capitais Utilizados para Financiamento dos Ativos de Empresas Distribuidoras de Energia Elétrica Medida por Meio da DVA. **Brazilian Business Review**, v. 1, n. 1 p. 17-30, 2004.

ROVER, Suliani; MURCIA, F. D. Influência do disclosure voluntário econômico e socioambiental no custo de capital próprio de empresas brasileiras. In: ANPCONT, IV, Natal. **Anais...**, 2010.



SALOTTI, Bruno Meirelles; SANTOS, Ariovaldo dos Santos. Ativos biológicos na DVA: análise da divulgação no Brasil. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 23, p. 14-23, 2015.

SALOTTI, Bruno Meirelles; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. Divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa no mercado de capitais brasileiro. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 19, n. 48, p. 37 – 49, 2008.

VERRECCHIA, Robert E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 97-180, 2001.