

Análise Comparativa da Relevância de Indicadores de Desempenho: Evidências Trimestrais no Mercado Brasileiro de Capitais

Raphael da Fonseca - Mestrando em Ciências Contábeis pela UFRJ
PPGCC/UFRJ – Progr. de Pós-Grad. em Ciências Contábeis da Univ. Federal do RJ
E-mail: raphafonseca@hotmail.com

Carolina Camilo dos Santos - Mestranda em Ciências Contábeis pela UFRJ
PPGCC/UFRJ – Progr. de Pós-Grad. em Ciências Contábeis da Univ. Federal do RJ
E-mail: carolcamilo@gmail.com

Marcelo Alvaro da Silva Macedo – Pós-Doutorado em Controladoria e Contabilidade pela FEA-USP
PPGCC/UFRJ – Progr. de Pós-Grad. em Ciências Contábeis da Univ. Federal do RJ
E-mail: malvaro.facc.ufrj@gmail.com

José Augusto Veiga da Costa Marques – Pós-Doutorado em Controladoria e Contabilidade pela FEA-USP
PPGCC/UFRJ – Progr. de Pós-Grad. em Ciências Contábeis da Univ. Federal do RJ
E-mail: joselaura@uol.com.br

Resumo

O objetivo do presente estudo foi verificar se os indicadores de desempenho Lucro Líquido (LL), EBITDA, EBIT, Fluxo de Caixa Operacional (FCO) e Resultado Abrangente (RA) das companhias abertas não financeiras do mercado brasileiro de capitais, analisados trimestralmente, no período de 2011 a 2014, são capazes de explicar o comportamento do preço das ações dessas empresas. Procurou-se, ainda, averiguar se trimestres diferentes apresentam relação distinta ou similar de relevância entre os indicadores estudados, razão pela qual foram utilizadas informações trimestrais, o que configura um diferencial desta pesquisa, além de propiciar maior número de observações no período analisado. Destaca-se ainda como outro diferencial, o fato de serem utilizadas informações relativas à data efetiva de entrega das demonstrações financeiras (DFs) e ITRs por parte das empresas estudadas, tendo em vista que, usualmente, os estudos nesta área de pesquisa empregam datas limite de publicação para investigar a relação entre a informação contábil e o preço das ações. Para tanto, foi utilizada análise de regressão, tendo como variável dependente o preço das ações e como variáveis independentes as referidas medidas de desempenho, acumuladas até o trimestre em análise, e o Patrimônio Líquido por ação, como variável de controle. Foi possível constatar que trimestres diferentes apresentam relações distintas de relevância entre os indicadores analisados. Mais do que isso, as evidências sugerem um incremento da relevância das informações contábeis ao longo do exercício social, culminando no quarto trimestre. Observou-se que no primeiro trimestre, à exceção do LL, todas as medidas analisadas não se mostraram estatisticamente significativas. Em contraposição, no quarto trimestre, todas as medidas se mostraram estatisticamente significativas, indicando que, no que se refere às informações anuais, todos os indicadores são relevantes para este mercado.

Palavras-chave: relevância da informação contábil, informações trimestrais.

1. Introdução

O objetivo das demonstrações contábeis é fornecer informações úteis acerca da entidade a investidores existentes e em potencial, dentre outros usuários. Nesse sentido, a

satisfação do objetivo das demonstrações se alicerça na relevância das informações divulgadas aos usuários.

Com o intuito de averiguar a relevância de determinada informação contábil para o mercado de capitais, analisando se tais informações estão refletidas no preço das ações das empresas, são realizadas pesquisas, denominadas “*value relevance*”, que analisam a relação entre os valores de mercado das empresas e os números fornecidos pela contabilidade.

Investigar a relevância das informações contábeis é tarefa recorrente desde os trabalhos de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968). Para Bueide e Heiberg (2014), a literatura sobre *value relevance* não possui muitos trabalhos feitos em bases trimestrais, muito embora exista a impressão de que investidores e analistas dão importância maior às informações trimestrais (ITRs) tendo em vista que estas possuem caráter mais tempestivo (TAN; WONG, 2012 apud BUEIDE; HEIBERG, 2014).

No Brasil, destaca-se a publicação da Instrução CVM nº 457/2007, que tornou obrigatória às companhias de capital aberto a apresentação, a partir do exercício social findo em 31 de dezembro de 2010, de suas demonstrações financeiras consolidadas adotando o padrão contábil internacional (IFRS – *International Financial Reporting Standards*), de acordo com os pronunciamentos emitidos pelo *International Accounting Standards Board* – IASB, que foram internalizados à realidade brasileira pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC.

Destaca-se ainda a promulgação da Lei 11.638/2007, que não representou, propriamente, adoção das normas internacionais, mas sim um ponto de partida do processo de convergência e início da adoção dos novos padrões na contabilidade brasileira. Desta forma, a referida Lei legitimou o Brasil a seguir o caminho de diversos países no sentido de realizar mudanças em seus sistemas contábeis, convergindo-os com as normas internacionais e permitindo maior comparabilidade das informações. Desde o início desse processo, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC tem adaptado e publicado as novas normas contábeis, que em seguida são validadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e outros órgãos reguladores, conferindo a essas normas a obrigatoriedade de sua observância.

Neste sentido, o presente trabalho tem as seguintes perguntas como problema de pesquisa:

- As informações contábeis sobre LL, EBITDA, EBIT, FCO e RA trimestrais são relevantes para o mercado brasileiro de capitais?
- Comparativamente, o que se pode dizer a respeito da relevância destas cinco medidas de desempenho ao longo dos trimestres?

Sendo assim, o objetivo geral deste estudo é verificar se os indicadores de desempenho Lucro Líquido (LL), EBITDA, EBIT, Fluxo de Caixa Operacional (FCO) e Resultado Abrangente (RA) trimestrais são capazes de explicar o comportamento do preço das ações das companhias abertas, não financeiras, negociadas no mercado brasileiro de capitais, em um contexto pós convergência às normas internacionais, no período de 2011 a 2014. A presente pesquisa tem, ainda, como objetivo específico, averiguar se trimestres diferentes apresentam relação distinta ou similar de relevância entre os indicadores analisados.

O presente estudo justifica-se por investigar se as informações divulgadas pela contabilidade das empresas em escopo cumprem seu objetivo de fornecer informações úteis acerca da entidade a investidores existentes e em potencial, no que tange a decisões que envolvem comprar, vender ou manter participações em instrumentos patrimoniais. Entre os diferenciais desse trabalho, consta o fato de serem utilizadas informações relativas à data efetiva de entrega das demonstrações financeiras (DFs) e ITRs por parte das empresas estudadas, tendo em vista que, de forma geral, os estudos nesta área de pesquisa utilizam datas limite de publicação para investigar a relação entre a informação contábil e o preço das ações. Outro diferencial é a consideração de informações trimestrais, uma vez que,

geralmente, são utilizadas exclusivamente informações anuais neste tipo de trabalho. O emprego das informações trimestrais teve por objetivo proporcionar maior número de observações no período analisado e atender à segunda pergunta de pesquisa.

2. Referencial Teórico

2.1 Relevância da Informação Contábil

Segundo a Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro, CPC (2011a), o objetivo do relatório contábil-financeiro de propósito geral é fornecer informações acerca da entidade que efetua o reporte, que sejam úteis, dentre outros usuários, a investidores existentes e em potencial. Essas decisões envolvem comprar, vender ou manter participações em instrumentos patrimoniais. Ainda segundo este documento, para ser considerada útil, a informação contábil-financeira precisa ser relevante, ou seja, ser capaz de fazer diferença nas decisões que possam ser tomadas pelos usuários.

De acordo com Yamamoto e Salotti (2006), a informação contábil relevante pode ser considerada aquela que altera o estado da arte do conhecimento do seu usuário em relação à empresa, pois, a partir de interpretações, ele a utiliza na solução de problemas.

Nesse sentido, o estudo do papel da contabilidade como fornecedora de informações para o mercado de capitais é de extrema importância para a avaliação da eficiência da informação contábil (IUDÍCIBUS; LOPES, 2008).

A importância das informações para o mercado de capitais reside não somente na questão da alocação de recursos, como também no estabelecimento dos preços dos títulos, considerados os riscos e retornos (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999).

De acordo com Barth, Beaver e Landsman (2001), a lógica das pesquisas desta natureza, denominadas *value relevance*, está em considerar que a associação dos números contábeis com os valores de mercado das ações das empresas contribui para definir se a informação é relevante ou não.

Segundo Iudícibus e Lopes (2008) a hipótese dos mercados eficientes – *efficient markets hypothesis* (EMH) – define que os preços das ações refletem toda e qualquer informação relevante e disponível e ajustam-se aos riscos e retornos esperados em função desse conjunto de informações. Ainda segundo esses autores, tendo como base a EMH, diversos estudos, como os listados a seguir, têm sido realizados com o objetivo de verificar a relevância das informações contábeis na formação do preço das ações no mercado. Pesquisas desta natureza estão inseridas, de acordo com Watts e Zimmerman (1990), no escopo da Teoria Positiva da Contabilidade.

Barth, Beaver e Landsman (2001) destacam que este tipo de pesquisa avalia o quanto as informações contábeis refletem as informações utilizadas por investidores na formação do preço das ações e fornece subsídios sobre questões de interesse para o normatizador.

De maneira geral, os estudos sobre *value relevance* são feitos por meio de análise de regressão, que possui o preço das ações como variável dependente e as informações contábeis como variáveis independentes. O foco dos estudos desta natureza é verificar o quanto o comportamento das variáveis contábeis é capaz de explicar o comportamento dos preços das ações (MACEDO; MACHADO; MURCIA; MACHADO, 2011).

Ball e Brown (1968) utilizaram informações anuais de empresas entre 1946 e 1966 para analisar a reação dos preços de mercado às boas notícias (lucro acima das expectativas) e às más notícias (prejuízos inesperados), comprovando a existência de conteúdo informativo das demonstrações contábeis.

Beaver (1968) estudou informações anuais de empresas com ações negociadas na Bolsa de Nova York entre 1961 e 1965. Segundo o autor, os resultados contábeis são dotados de capacidade informacional, ou seja, existe uma relação positiva entre a informação contábil

relevante e os preços das ações no mercado, já que esses refletem as expectativas dos agentes econômicos em relação ao comportamento da economia e do futuro da empresa.

Beaver, Clarke e Wright (1979) demonstraram a existência de relação entre a variação nos lucros e a variação no retorno.

Lev (1989) analisou diversos trabalhos internacionais, entre 1980 e 1988, e concluiu que na média o poder explicativo dos lucros contábeis ficou em torno de 5%. Desta forma, o papel dos lucros na previsão dos retornos teria uma baixa contribuição. Segundo o autor, podem ser citadas algumas evidências como falhas metodológicas na previsão e análise dos resultados e o nível de eficiência de cada mercado.

Harris, Lang e Moller (1994) compararam a relevância de informações contábeis reconhecidas e mensuradas por empresas alemãs e americanas, contextualizando que o sistema contábil alemão focava a preservação do capital, a proteção de credores e a facilitação do processo de tributação. Analisou-se a associação de retornos de ação e ganhos contábeis em longos períodos, considerando dados anuais. O estudo aponta que existe relevância dos ganhos contábeis de corporações alemãs, com maior poder explicativo de dados consolidados e com alteração não significativa quando do alinhamento com práticas americanas.

Collins, Maydew e Weiss (1997) investigaram mudanças sistemáticas no *value relevance* de resultados e do patrimônio líquido ao longo do tempo e reportaram três achados. Primeiramente, contrariando a literatura profissional anterior, o *value relevance* combinado de resultados e de PL não decrescera ao longo dos últimos quarenta anos, na verdade, apresentara leve incremento. Em segundo lugar, enquanto o *value relevance* incremental referente aos resultados diminui, há uma compensação pelo incremento do *value relevance* relativo ao PL. E, finalmente, muito da variação do *value relevance* do resultado para o PL pode ser explicado pelo aumento da ocorrência e da magnitude de itens não recorrentes e pelo aumento da frequência de resultados negativos, além da crescente relevância dos intangíveis ao longo do tempo.

Brown, Lo e Lys (1999) apontam que as pesquisas com ênfase no *value relevance* das informações contábeis, geralmente, são realizadas com uso de técnicas estatísticas, mais especificamente, com o uso da regressão linear, em que se atribui como variável dependente uma *proxy* relacionada ao preço das ações e como variáveis independentes as informações disponibilizadas pela contabilidade. Os autores comentam que é usual nesses estudos a utilização do lucro e do patrimônio líquido como variáveis independentes, uma vez que há fortes evidências da associação dessas duas variáveis com o valor de mercado das empresas.

Lopes (2001 e 2002) detectou que as informações contábeis no Brasil possuem um grande poder explicativo do comportamento do mercado de capitais e que os lucros e os dividendos oferecem evidências de superioridade quando comparados ao fluxo de caixa. Ainda segundo Lopes (2002), no que tange ao poder explicativo dos números contábeis quanto aos preços correntes, as evidências encontradas sugerem que tal capacidade explicativa concentra-se no patrimônio líquido e não no lucro, como é comum encontrar na literatura internacional.

Beaver (2002) afirma que muitas pesquisas realizadas com o objetivo de investigar a capacidade de explicação do retorno das ações por meio dos resultados das empresas negligenciaram de alguma forma a questão temporal. No entanto, Tan e Wong (2012 apud BUEIDE; HEIBERG, 2014), em um estudo feito com base em dados de empresas norte-americanas, descobriram que a utilização de informações trimestrais resulta em aumento significativo da associação entre resultados contábeis e retorno das ações.

Sarlo Neto (2004) analisou empresas não-financeiras listadas na BM&FBovespa, durante o período de 2000 a 2006, e encontrou, de maneira geral, evidências que confirmam a relevância dos resultados contábeis divulgados, como fonte de informação para os investidores no mercado acionário.

Lopes, Sant'Anna e Costa (2007) pesquisaram a relevância das informações contábeis, para a avaliação de empresas no Brasil, tendo como base a constatação de Lopes (2001) de que o Patrimônio Líquido apresenta maior relevância que o lucro. Os autores encontraram relevância para as informações contábeis, sendo o PL mais relevante que o lucro apenas para o ano de 1997 e para as ações preferências em 1996.

Bastos et al (2009) buscaram verificar a relação entre o retorno das ações, mensurado pelo retorno ajustado ao mercado da ação, e quatro métricas de desempenho - Lucro por Ação, Retorno sobre o Investimento, Valor Econômico Adicionado (EVA®) e Fluxo de Caixa Operacional, contando com uma amostra de 93 companhias abertas não financeiras que atuam no Brasil, analisada no período entre 2001 e 2007, e evidenciaram um baixo poder explicativo das métricas escolhidas sobre o retorno das ações.

Macedo, Machado, Murcia e Machado (2012) investigaram a relevância do EBITDA. Concomitantemente, compararam a relevância desse indicador à do FCO. A amostra foi composta de empresas não financeiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa, referentes ao período de 2006 a 2010. Os resultados apontaram que o EBITDA pode representar uma *proxy* adequada do FCO, visto que os dois possuem correlação. Além disso, observou-se que o EBITDA apresentou maior poder de explicação do comportamento do preço das ações do que o FCO, apesar de ambos se mostrarem significativos. Finalmente, os resultados mostram que o FCO só se mostrou como conteúdo informacional marginal relevante após a primeira fase do processo de convergência às normas internacionais de contabilidade, iniciado no Brasil no exercício de 2008, que tornou obrigatória a publicação da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC), onde se encontra a informação de FCO, enquanto o EBITDA aparece sempre como uma informação relevante.

Silva, Macedo e Marques (2013) analisaram a relevância das informações contábeis LL, EBITDA e FCO de empresas do setor elétrico brasileiro, no período de 2005 a 2009. Os resultados revelaram que, individualmente, apenas o EBITDA se mostrou significativo. Porém, quando a regressão foi feita com cada uma destas variáveis e o Patrimônio Líquido (PL), como variável de controle, encontrou-se *value relevance* para as três medidas. Observou-se que o LL foi apontado como a informação mais relevante e, ao analisar a relação entre o EBITDA e o FCO, percebeu-se que não havia clara superioridade de relevância de nenhum desses indicadores.

Oliveira, Batista e Macedo (2015) analisaram se as informações contábeis são capazes de explicar as variações ocorridas no preço da ação das companhias não financeiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa, utilizando o LL, o RA e o FCO, para o período de 2010 a 2013. Os resultados revelaram que, de maneira geral, para o mercado brasileiro de capitais, o LL se mostrou mais relevante. Observou-se também que o LA foi mais relevante que o FCO.

2.2 Informações Trimestrais

Para Bueide e Heiberg (2014), a literatura mundial sobre *value relevance*, apesar de extensa, não possui muitos trabalhos feitos em bases trimestrais, muito embora exista a impressão de que investidores e analistas dão importância maior às ITRs tendo em vista que esses possuem caráter mais tempestivo em relação às informações anuais (TAN; WONG, 2012 apud BUEIDE; HEIBERG, 2014). Por outro lado, a confiabilidade das informações trimestrais foi estudada por Hansen e Selæg (2012 apud BUEIDE; HEIBERG, 2014) e eles afirmam que a pressão para a divulgação destas informações pode afetar negativamente a qualidade e a confiabilidade das demonstrações financeiras.

De modo geral, as informações trimestrais somadas são iguais às das demonstrações financeiras anuais, mas as ITRs se distinguem por serem reportadas de forma mais tempestiva Bueide e Heiberg (2014).

No âmbito brasileiro, por força da Instrução CVM nº 202/1993, as companhias abertas deverão entregar periodicamente “formulário de Informações Trimestrais - ITR, (...) acompanhadas de Relatório de Revisão Especial (...) emitido por auditor independente devidamente registrado na CVM, até quarenta e cinco dias após o término de cada trimestre do exercício social”.

O referido Relatório de Revisão Especial consiste na realização de procedimentos mínimos que habilitem o auditor a declarar que ele não tomou conhecimento de quaisquer modificações relevantes que devam ser feitas nas ITR para que as mesmas estejam de acordo com as normas contábeis vigentes. O objetivo deste documento difere, portanto, do de uma auditoria completa das demonstrações financeiras no sentido de que tem alcance significativamente menor e, conseqüentemente, não permite obter segurança de que todos os assuntos significativos que poderiam ser identificados em uma auditoria foram abordados. Conseqüentemente, não são emitidas opiniões de auditoria, mas Relatórios sobre a Revisão de Informações Trimestrais.

Costa Jr. et al (2007) estudaram o Lucro Operacional e o Lucro Líquido de empresas brasileiras, trimestralmente, no período entre 1995 e 2006, com o objetivo de analisar as propriedades das séries temporais, verificando a existência ou inexistência de independência estatística nestas séries. Identificaram que os lucros trimestrais apresentam certa dependência temporal e que existe relação negativa entre variações sucessivas de lucros trimestrais.

Pimentel e Lima (2010) utilizaram informações de 71 empresas brasileiras listadas em bolsa, trimestralmente, no período entre 1995 e 2009, com o objetivo de testar o uso de informações contábeis na elaboração de projeções robustas. Dentre os achados deste estudo, verificou-se que as séries temporais seguem o modelo auto regressivo (AR) e podem ser estimadas usando componentes sazonais. Encontrou-se, ainda, relação estatisticamente significativa entre lucros e preços de ações, muito embora a direção da causalidade não seja geralmente clara.

Fabris e Costa Jr. (2010) analisaram lucros trimestrais (operacional e líquido) de empresas brasileiras listadas em bolsa, no período entre 1995 e 2008, com o objetivo de testar cinco modelos de previsão de séries. Verificou-se que somente o lucro operacional é passível de previsão.

Paulo, Sarlo Neto e Santos (2012) objetivaram verificar se os preços das ações reagem à divulgação do lucro contábil trimestral e se essa reação é diferente das mensuradas para os outros dias no ano, utilizando informações diárias para o período entre 07/1999 e 03/2008, para 91 firmas listadas. Verificou-se que houve reação somente às más notícias e que essas reações foram diferentes para os demais dias dos anos analisados.

3. Metodologia

3.1 Caracterização da Pesquisa

Quanto à caracterização da pesquisa, optou-se por um estudo empírico-analítico, que, segundo Martins (2002), “(...) são abordagens que apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativos (...). Têm forte preocupação com a relação causal entre variáveis. A validação da prova científica é buscada através de testes dos instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais”.

3.2 Amostra

A população da pesquisa consiste dos dados consolidados das empresas listadas na BM&FBOVESPA, nos exercícios de 2011 a 2014. Os dados relativos às informações contábeis e ao preço das ações foram coletados, em setembro de 2015, do banco de dados

Economática®. Já as informações relativas à data de entrega das demonstrações financeiras (DFs) e ITRs por parte das empresas foram coletadas, entre os dias 12 de setembro e 2 de novembro de 2015, no *site* da CVM.

Foram identificados, inicialmente, 2.464 ativos, que compunham o banco de dados em 1º de janeiro de 2015, de onde foram extraídos os dados a serem processados e analisados, no período. Destas observações, foram excluídos 220 ativos relativos a entidades financeiras e seguradoras e 1.536 ativos que apresentaram liquidez em bolsa inferior a 0,01, indicador analisado anualmente, remanescendo 708 ativos. Liquidez em bolsa é um indicador que relativiza cada ativo em relação a todos os ativos negociados em bolsa, considerando número de dias de negociação, número de negócios e volume dos negócios, no período analisado.

Posteriormente, foram realizadas análises com o objetivo de identificar os casos de empresas que apresentassem, em função da existência de espécies e tipos diversos de ações, mais de um ativo listado na BM&FBOVESPA em cada ano. Nestes casos, foram selecionados os ativos mais líquidos de cada entidade remanescente, totalizando assim, 652 ativos mais líquidos para compor a amostra.

Os 652 ativos mais líquidos representam 2.608 observações, uma vez que os dados desta pesquisa foram analisados trimestralmente. Destas observações, foram excluídos, ainda: (i) os ativos que apresentaram Patrimônio Líquido negativo (60) em cada trimestre analisado; (ii) os ativos que não apresentaram cotação no período em análise (54); (iii) os ativos que não apresentaram algum dos cinco indicadores de desempenho do escopo deste estudo (107); e (iv) os ativos relativos à DFs ou ITRs entregues com mais de 30 dias de atraso em relação ao prazo estabelecido pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), totalizando 2.243 observações a serem analisadas não somente quanto à existência de *outliers*, como também em relação à presença de todas as informações necessárias para a consideração na regressão.

Outliers podem ser definidos como dados que são estatisticamente inconsistentes com as demais observações de uma frequência. Para este estudo, foi utilizada a Técnica Thompson-Tau Modificada (Anbarasi M. S. et al, 2011), com p-valor maior que 5%. Relativamente às demais exclusões, foram desconsideradas as observações trimestrais dos ativos que não apresentaram pelo menos um dos seguintes itens: valor do indicador trimestral por ação; preço por ação na data da entrega da ITR ou DF; e lucro líquido por ação trimestral.

Como resultado dessa análise, foram excluídos, em média, 10 ativos dos dados a serem considerados em cada uma das regressões trimestrais, conforme pode ser visto por meio da Tabela 1.

Tabela 1: Formação da Amostra – Exclusões de *outliers* e ativos sem informações

Trim	EBITDA por ação		EBIT por ação		LL por ação		FCO por ação		RA por ação	
	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B
1T	539	8	539	8	539	8	539	8	539	8
2T	551	9	550	10	551	9	551	9	551	9
3T	556	19	564	11	567	8	566	9	567	8
4T	542	19	547	14	554	7	552	9	554	7
Total	2.188	55	2.200	43	2.211	32	2.208	35	2.211	32

Fonte: Os autores, 2016.

Na Tabela 1, as colunas denominadas “A” demonstram a quantidade de ativos mantidos nas análises de regressão e as colunas “B”, em contrapartida, evidenciam o número de ativos excluídos em função da presença de *outliers* ou da inexistência de todas as informações necessárias para o cálculo da regressão.

Seguidos os procedimentos descritos, foi composta a amostra a ser processada e analisada, conforme representado na coluna “Observações mantidas” da Tabela 1.

3.3 Variáveis do Estudo

Foram utilizadas as seguintes variáveis neste estudo: Lucro Líquido (LL), EBITDA - *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, EBIT - *Earnings Before Interest and Taxes*, Fluxo de Caixa Operacional (FCO) e Resultado Abrangente (RA). É importante destacar que as mesmas foram utilizadas em sua forma acumulada no ano, até o trimestre em análise. Por exemplo, quando nos referimos às informações do segundo trimestre de determinado ano, consideramos os dados relativos à soma do primeiro com o segundo trimestre do respectivo ano, coincidindo, neste caso, com o semestre civil, e assim, sucessivamente, até que as informações relativas ao quarto trimestre representem os dados acumulados do ano. Consequentemente, os dados relativos aos ativos que não apresentaram as informações dos trimestres anteriores do mesmo ano para acumulação não foram incluídos nos processamentos realizados.

3.4 Modelo Econométrico

Utilizou-se uma adaptação da metodologia de Collins et al. (1997); Costa e Lopes (2007); Moraes e Curto (2008) e Macedo, Machado, Murcia e Machado (2011), para analisar se as informações contábeis de desempenho apresentam conteúdo informacional relevante (*value relevance*), fazendo uso das seguintes regressões lineares:

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LLPA_{i,t} + \beta_2 PLPA_{i,t} + \varepsilon_i \quad \text{Eq. 2}$$

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EBITDAPA_{i,t} + \beta_2 PLPA_{i,t} + \varepsilon_i \quad \text{Eq. 3}$$

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EBITPA_{i,t} + \beta_2 PLPA_{i,t} + \varepsilon_i \quad \text{Eq. 4}$$

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FCOPA_{i,t} + \beta_2 PLPA_{i,t} + \varepsilon_i \quad \text{Eq. 5}$$

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RAPA_{i,t} + \beta_2 PLPA_{i,t} + \varepsilon_i \quad \text{Eq. 6}$$

Onde:

$P_{i,t}$ = Variável dependente, representada pelo preço das ações da empresa i , no tempo t ;

β_0 = Intercepto;

β_1 e β_2 = Coeficientes de inclinação;

$LLPA_{i,t}$ = Variável independente, representada pela divisão do resultado líquido acumulado até o trimestre em análise, advindo da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), pelo número de ações da empresa i , no tempo t ;

$EBITDAPA_{i,t}$ = Variável independente, representada pela divisão do EBITDA acumulado até o trimestre em análise, advindo da DRE, pelo número de ações da empresa i , no tempo t ;

$EBITPA_{i,t}$ = Variável independente, representada pela divisão do EBIT acumulado até o trimestre em análise, advindo da DRE, pelo número de ações da empresa i , no tempo t ;

$FCOPA_{i,t}$ = Variável independente, representada pela divisão do Fluxo de Caixa Operacional acumulado até o trimestre em análise, advindo da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC), pelo número de ações da empresa i , no tempo t ;

$RAPA_{i,t}$ = Variável independente, representada pela divisão do Resultado Abrangente acumulado até o trimestre em análise, advindo da Demonstração do Resultado Abrangente (DRA), pelo número de ações da empresa i , no tempo t ;

$PLPA_{i,t}$ = Variável independente, de controle, representada pela divisão do Patrimônio Líquido, advindo do Balanço Patrimonial, pelo número de ações da empresa i , no tempo t ; e

ε_i = Erro aleatório (ruído branco) com distribuição normal, média zero e variância constante.

Com o objetivo de comparar os diferentes poderes de explicação que os indicadores analisados (LL, EBITDA, EBIT, FCO e RA) apresentam em relação às variações esperadas no preço das ações, comparou-se o R^2 Ajustado das regressões. Desse modo, quanto maior o R^2 maior será o poder explicativo da variável.

No que diz respeito ao preço das ações, considerou-se o preço médio das ações na data da entrega das ITRs e DFs, formado com base na média aritmética de cinco cotações, quais

sejam: (i) as dos dois dias que precederam a data da efetiva entrega das demonstrações; (ii) a do dia da entrega das demonstrações; e (iii) as dos dois dias que sucederam a data da efetiva entrega das demonstrações.

É importante mencionar ainda que, com exceção do Lucro Líquido Por Ação (LLPA), os demais indicadores de desempenho estudados (EBITDA, EBIT, FCO e RA) foram obtidos na forma de valores totais e, posteriormente, proporcionalizados em função das quantidades de ações usadas no cálculo do LLPA. As referidas quantidades de ações usadas no cálculo do LLPA foram identificadas, por sua vez, por meio da divisão do Lucro Líquido total de cada ativo, em cada período, pelo seu respectivo Lucro Líquido Por Ação, ambos obtidos da base de dados.

Em relação aos pressupostos da regressão, para testar a normalidade dos resíduos, utilizou-se o teste de Jarque-Bera (JB). Para a homocedasticidade dos resíduos, utilizou-se o teste de Breusch-Pagan-Godfrey (BPG). Em relação à multicolinearidade das variáveis, foi utilizada a estatística FIV (*variance inflation factor*), sendo a regressão considerada aceita, quando o FIV foi menor que 5,00.

Todos os testes foram executados no Eviews 9.0, onde também foram feitas as análises de regressão. Para todos os casos, considerou-se o nível de significância de 5%.

Considerando que foram utilizadas pelo menos 539 observações, de acordo com o Teorema do Limite Central, o pressuposto da normalidade dos resíduos pôde ser relaxado, de acordo com Brooks (2002).

Para os casos em que se encontrou problema de heterocedasticidade dos resíduos, utilizou-se a correção para heterocedasticidade de White.

Por fim, ressalta-se que toda análise de relevância informacional está focada apenas nas *proxies* LL, EBITDA, EBIT, FCO e RA. Consequentemente, os resultados deste estudo também estão sujeitos a essa limitação.

4. Apresentação e Análise dos Resultados

A aplicação do método em comento às informações relativas às empresas não financeiras listadas na BM&F Bovespa entre os anos 2011 e 2014 resultou nas informações apresentadas na Tabela 2.

A Tabela 2 demonstra os resultados das 20 regressões propostas, representadas de forma genérica na seção 3.4 pelas Equações 2 a 6. Na referida tabela, constam as seguintes informações: (i) na coluna “Indicadores”, estão listados os 5 indicadores analisados, denominados variáveis de interesse; (ii) na coluna “Trim.”, cada um dos 4 trimestres sob análise; (iii) na coluna “R² ajustado”, o coeficiente de determinação ajustado, também chamado de R² ajustado, das regressões, apresentados em ordem decrescente para cada um dos trimestres; (iv) na coluna “Sinal”, o sinal do coeficiente relativo à variável de interesse; (v) na coluna “Sig. t no modelo”, a significância da variável de interesse na regressão; (vi) na coluna “Prob. F”, a probabilidade F, relativa à significância da regressão como um todo; (vii) na coluna “N. de obs.”, o número de observações consideradas; (viii) na coluna “Prob. PL”, a probabilidade quanto à significância da variável independente de controle Patrimônio Líquido por ação (PLPA); e, ainda, (ix) na coluna “FIV”, o resultado da estatística FIV entre a variável de interesse e o PLPA.

Tabela 2: Resultados das regressões

Indicadores	Trim.	R ² ajustado	Sinal	Sig. t no modelo	Prob. F	N. de obs.	Prob. PL	FIV
LL	1	0,298800	+	0,020000	0,0000	539	0,0000	1,16093
EBIT	1	0,298258	+	0,077800	0,0000	539	0,0000	1,107514
EBITDA	1	0,288269	+	0,184100	0,0000	539	0,0000	1,504473
RA	1	0,268320	+	0,102800	0,0000	539	0,0000	1,111587
FCO	1	0,263517	-	0,943100	0,0000	539	0,0000	1,494843
EBIT	2	0,332102	+	0,000400	0,0000	550	0,0000	1,393568
EBITDA	2	0,315267	+	0,000000	0,0000	551	0,0000	1,003635
LL	2	0,288550	+	0,000200	0,0000	551	0,0000	1,025882
RA	2	0,237314	+	0,042400	0,0000	551	0,0000	1,032796
FCO	2	0,225183	+	0,204200	0,0000	551	0,0000	1,764233
EBIT	3	0,327063	+	0,000000	0,0000	564	0,0000	1,066042
EBITDA	3	0,293862	+	0,000600	0,0000	556	0,0006	1,763298
LL	3	0,260587	+	0,166300	0,0000	567	0,0000	1,004383
FCO	3	0,257367	+	0,000700	0,0000	566	0,0000	1,265247
RA	3	0,241500	+	0,166500	0,0000	567	0,0000	1,002555
EBIT	4	0,398309	+	0,000000	0,0000	547	0,0000	1,095613
EBITDA	4	0,346852	+	0,000000	0,0000	542	0,0000	1,289918
FCO	4	0,335811	+	0,000000	0,0000	552	0,0000	1,21153
LL	4	0,296627	+	0,007500	0,0000	554	0,0000	1,001777
RA	4	0,277373	+	0,002900	0,0000	554	0,0000	1,006857

Fonte: Os autores, 2016.

Destaque-se que os indicadores de desempenho estão apresentados, trimestralmente, em ordem decrescente de relevância, de acordo com o R² ajustado, conforme demonstra a coluna (iii).

Com relação à multicolinearidade das variáveis, todas as regressões foram aceitas, já que o FIV se apresentou sempre menor que 5,00. Além disso, conforme demonstrado na coluna “Prob. F”, todas as equações se mostraram estatisticamente significativas, o que significa dizer que todas as 20 regressões, compostas pelas variáveis de interesse e pelo PLPA, são capazes de explicar o comportamento do preço das ações das companhias abertas, não financeiras, negociadas no mercado brasileiro de capitais, no período de 2011 a 2014.

Analisando-se individualmente as variáveis de interesse, houve casos em que, considerando o nível significância de 5%, os indicadores não se mostraram significativos na regressão. Desta forma, como se pode observar na coluna “Sig. t do modelo” da Tabela 2, no primeiro trimestre, apenas o LL se mostrou estatisticamente significativo. No segundo trimestre, apenas o FCO não se mostrou estatisticamente significativo. Já no terceiro trimestre, o LL e o RA não se mostraram estatisticamente significativos. E, finalmente, no quarto trimestre, todas as medidas se mostraram estatisticamente significativas, individualmente, nas equações.

Ainda, analisando-se, individualmente, as variáveis de interesse, à exceção do sinal do FCO no primeiro trimestre, todos os demais sinais dos coeficientes relativos às variáveis de interesse são positivos, como era esperado, conforme apresentado na quarta coluna da Tabela 2. Cabe ressaltar que o FCO, no primeiro trimestre, cujo sinal do coeficiente foi negativo, contrariando as expectativas, não se mostrou estatisticamente significativo.

Destaque-se também que, conforme a coluna “Prob. PL”, a variável independente de controle PLPA foi estatisticamente significativa em todas as regressões.

É possível perceber que, em geral, as equações relativas aos dados acumulados até o quarto trimestre apresentam R² ajustados superiores aos demais períodos.

Ressalte-se que o EBITDA e o EBIT, quando significativos, têm sempre R² ajustados superiores às demais medidas.

Apenas o FCO acumulado até o quarto trimestre parece ser relevante para o mercado em escopo, uma vez que o indicador, até o segundo trimestre não se mostra, individualmente, estatisticamente significativo e no terceiro trimestre, apresenta R^2 ajustado baixo.

O LL, exceto no terceiro trimestre, é sempre significativo, e apresenta R^2 ajustado, em geral, mais próximo das melhores medidas.

O RA está sempre entre as medidas de menor poder de explicação, sendo significativo apenas no segundo e no quarto trimestres.

Com relação aos dados do quarto trimestre, que é formado por informações anuais tendo em vista a acumulação realizada, os resultados deste estudo corroboram os achados de Ball e Brown (1968), Beaver (1968), Beaver, Clarke e Wright (1979), Collins, Maydew e Weiss (1997), Brown, Lo e Lys (1999), Sarlo Neto (2004), Macedo, Machado, Murcia e Machado (2012), Silva, Macedo e Marques (2013) e Oliveira, Batista e Macedo (2015), no sentido de apontar para a relevância das informações contábeis analisadas. No entanto, quanto à ordem de relevância entre as variáveis em escopo, cabe destacar que o arranjo encontrado (EBIT, EBITDA, FCO, LL e RA) destoa daqueles verificados por Silva, Macedo e Marques (2013) e Oliveira, Batista e Macedo (2015), já que este apresentou, em ordem decrescente de relevância, LL, LA e FCO e naquele o LL foi apontado como a informação mais relevante e, ao analisar a relação entre o EBITDA e o FCO, percebeu-se que não havia clara superioridade de relevância de nenhum desses indicadores.

Com base no exposto, foi possível constatar que trimestres diferentes apresentam relações distintas de relevância entre os indicadores analisados. Mais do que isso, as evidências sugerem um incremento da relevância das informações contábeis ao longo do exercício social, culminando no quarto trimestre. Essa constatação corrobora com o que era esperado, tendo em vista: (i) o fato de que os procedimentos de auditoria das ITRs e de governança são mais limitados em relação aos procedimentos adotados para a revisão anual de contas; (ii) a simplificação do formulário de Informações Trimestrais em comparação com as demonstrações financeiras anuais; e (iii) a realização de ajustes contábeis comumente realizados pelas empresas apenas no último trimestre, em decorrência do encerramento do período, tal como o reconhecimento de perdas por redução ao valor recuperável de ativos (*impairment*).

Indo além, essa constatação de que as informações contábeis vão ganhando *value relevance* ao longo do exercício, à medida que vão se acumulando, culminando no quarto trimestre, quando se concentram procedimentos de auditoria e de governança mais robustos e avaliações contábeis anuais, é relevante, uma vez que propicia reflexão e deve ser bastante nítida, tendo em vista que, para ser considerada útil, a informação contábil-financeira precisa ser capaz de influenciar as decisões que possam ser tomadas pelos usuários.

Com base no exposto, os resultados demonstram que os investidores não atribuem a mesma relevância das informações anuais às informações trimestrais, o que não é satisfatório para os usuários, que carecem de informações ao longo do ano, para as empresas, que despendem esforços e recursos na elaboração das informações trimestrais - tratadas com menos deferência que as informações anuais - e em última instância, à Contabilidade, que não vê atingido plenamente seu objetivo ao longo do ano.

Como consequência, preparadores, auditores, investidores, analistas, mas sobretudo, órgãos reguladores e normatizadores devem tomar ciência desta constatação, refletir sobre o assunto e agir no sentido de que não haja esse “apagão de informação contábil” ao longo do exercício social.

5. Conclusões e Considerações finais

Uma das principais áreas de pesquisa em contabilidade e finanças no Brasil nos dias atuais é a de *value relevance*, e os estudos feitos nessa linha visam, em termos gerais, determinar, em que medida, certas variáveis contábeis anuais afetam o valor de mercado das empresas. Pouco se fala, no entanto, a respeito dos impactos das Informações Trimestrais (ITRs).

O presente estudo teve como propósito geral preencher esta lacuna na literatura por meio da investigação da relevância da informação contábil, em bases trimestrais, no contexto posterior à convergência às normas internacionais, além de utilizar informações relativas à data efetiva de entrega das demonstrações financeiras (DFs) e informações trimestrais (ITRs) por parte das empresas estudadas.

Para tanto, foram investigadas as relações entre os indicadores de desempenho Lucro Líquido, EBITDA, EBIT, Fluxo de Caixa Operacional e Resultado Abrangente, tendo o Patrimônio Líquido como variável de controle, e o comportamento do preço das ações das companhias abertas, não financeiras, do mercado brasileiro de capitais, no período de 2011 a 2014.

As evidências trazidas pelo presente estudo apontam que as informações contábeis trimestrais em escopo são relevantes para o mercado brasileiro de capitais, tendo em vista que são capazes de explicar o comportamento do preço das ações dessas empresas negociadas neste mercado.

Relativamente ao questionamento acerca do que se pode dizer, comparativamente, a respeito da relevância das cinco medidas de desempenho analisadas ao longo dos trimestres, foi possível verificar que trimestres diferentes apresentam relações distintas de relevância entre os indicadores investigados. Neste sentido, constatou-se que, no primeiro trimestre, à exceção do LL, todas as medidas não se mostraram estatisticamente significativas. Já no segundo trimestre, à exceção do FCO, todas as medidas se mostraram estatisticamente significativas. No terceiro trimestre, o LL e o RA não se mostraram estatisticamente significativos. Por fim, no quarto trimestre, todas as medidas se mostraram estatisticamente significativas, demonstrando que, no que se refere às informações anuais, todos os indicadores são capazes de explicar o comportamento do preço das ações, ou seja, eles são relevantes para o mercado brasileiro de capitais.

O presente trabalho corrobora, de maneira geral, com os achados dos estudos anteriores, no sentido de constatar que as informações contábeis testadas podem ser consideradas úteis por estarem significativamente associadas aos preços das ações, tendo a pretensão de contribuir com a ressalva, com base na evidência empírica fundamentada nos resultados encontrados, de que trimestres diferentes apresentam relações distintas de relevância entre os indicadores analisados. Ressalte-se que é evidenciado um incremento da relevância das informações contábeis ao longo do exercício social, culminando no quarto trimestre. Dentre as possíveis razões desta distinção, destacam-se o fato de os procedimentos de auditoria das ITRs e de governança serem mais limitados em relação aos adotados para a revisão anual de contas, a simplificação do formulário de Informações Trimestrais em comparação com as demonstrações financeiras anuais e a concentração de ajustes contábeis comumente realizados pelas empresas apenas no último trimestre, em decorrência do encerramento do período, tais como perdas por redução ao valor recuperável de ativos (*impairment*).

Os achados implicam dizer que os investidores não atribuem a mesma relevância das informações anuais às informações trimestrais, o que não atende a seus usuários, às empresas, tampouco à Contabilidade, que não vê atingido completamente seu objetivo ao longo do exercício. Isso deveria chamar a atenção dos agentes do mercado brasileiro de capitais, no sentido de tomarem ciência desta constatação, refletirem acerca da questão e agirem com o

intuito de evitar esse “apagão de informação contábil” demonstrado ao longo do exercício social, uma vez que, apenas anualmente, a Contabilidade atenderia, de acordo com as evidências apresentadas, plenamente à sua função social.

Contudo, é importante ressaltar que o presente estudo testou apenas cinco das muitas informações constantes das demonstrações contábeis. De fato, essa é uma limitação da abordagem do *value relevance*, que exige a utilização de *proxies* representativas das demonstrações para que seja possível operacionalizar os modelos de regressão.

Destaque-se também que esta pesquisa apresenta as limitações descritas por Richardson (2012) para os estudos quantitativos, tais como a adoção de procedimento predominantemente quantitativo para a explicação de fenômenos psicológicos e sociais complexos, a impossibilidade de transferência dos resultados para outras situações sociais e a impossibilidade de generalização das conclusões além do período em que o experimento ocorreu.

A pesquisa ficou, também, limitada à disponibilidade e à qualidade dos dados relativos às informações constantes na base de dados Economatica®.

Como sugestão para pesquisas futuras, recomenda-se a realização de testes semelhantes com *proxies* diferentes, tais como *Economic Value Added* (EVA) e Riqueza Criada, ou, ainda, que utilizem recortes de pesquisa distintos, como, por exemplo, a aplicação de questionários para identificar a percepção de analistas de investimento e corroborar ou refutar os resultados aqui encontrados.

Referências

- ANBARASI M. S.; GHAAAYATHRI S.; KAMALESWARI, R. ABIRAMI, I. Outlier Detection for Multidimensional Medical Data, **International Journal of Computer Science and Information Technologies**, v. 2, n.1, 2011. p. 512-516.
- BALL, R.; BROWN, P. An empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. **Jornal of accounting research**, Chicago, 1968. p. 159-177.
- BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T.; DAVID, M.; ROTTA, U. A. S. A Relação entre o Retorno das Ações e as Métricas de Desempenho: evidências empíricas para as companhias abertas no Brasil. **REGE**, v. 16, n. 3, p. 65-79, 2009.
- BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. The relevance of value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, 2001 p. 77-104.
- BEAVER, W. The information content of annual earnings announcements. **Journal of Accounting Research**, v. 6, p. 67–92, 1968.
- _____. Perspectives on Recent Capital Market Research. **The Accounting Review**, v. 77(2), p. 453-474, 2002.
- BEAVER, W.; CLARKE, R.; WRIGHT, F. The association between unsystematic security returns and the magnitude of earnings forecast errors. **Journal of Accounting Research**, v. 17, p. 316–340, 1979.
- BRASIL. **Lei nº 11.638, de 28/12/2007**. 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. 2007. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: 18 out. 2015.

BROOKS, C. **Introductory econometrics for finance**. Cambridge: Cambridge University Press, 2002.

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

BUEIDE, G. O.; HEIBERG, C. C. **Value relevance of accounting**: Emphasis on quarterly earnings reports in Norway. 2014. Tese (Mestrado em Business and Economics) – MSc programme – BI Norwegian Business School.

COLLINS, D.; MAYDEW, E. L.; WEISS, L. Changes in the value relevance of earnings and book value over the past forty years. **Journal of Accounting and Economics**, v. 24, p. 39-67, 1997.

COSTA, F. M.; LOPES, A. B. (2007). Ajustes aos US-GAAP: estudo empírico sobre sua relevância para empresas brasileiras com ADRs negociadas em bolsa de Nova Iorque. **Revista Contabilidade & Finanças**, Edição 30 anos de Doutorado, p. 45-57.

COSTA JUNIOR, N. C. A.; CUPERTINO, C. M.; COELHO, R. A.; MARTINEZ, A. L. (2007). Propriedades das Séries Temporais de Lucros Trimestrais das Empresas Brasileiras. **Anais do 21º Encontro da Anpad**, Rio de Janeiro.

CPC. **Pronunciamento Conceitual Básico (R1)**: Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro. 2011a. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br>>. Acesso em: 18 out. 2015.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 202, de 6 de dezembro de 1993. **Dispõe sobre o registro de companhia para negociação de seus valores mobiliários em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 29 abr. 2016.

_____. Instrução CVM nº 457, de 13 de julho de 2007. **Dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações financeiras consolidadas, com base no padrão contábil internacional emitido pelo International Accounting Standards Board - IASB**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 30 ago. 2015.

FABRIS, T. R.; COSTA JUNIOR, N. C. A. Propriedades das séries temporais dos lucros trimestrais das empresas brasileiras negociadas em bolsa. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 8, n. 3, art. 154, p. 351-376, 2010.

HARRIS, T. S.; LANG, M.; MOLLER, H. P. The value relevance of German accounting measures: An empirical analysis. **Journal of Accounting Research**, v. 32, p. 187–209, 1994.

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

IUDÍCIBUS, S.; LOPES, A. B. **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2008.

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

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

_____. The Value Relevance of Brazilian Accounting Numbers: an Empirical Investigation. **Social Science Research Network (SSRN)**. Disponível em: <www.ssrn.com>. Maio, 2002. Acesso em: 27 abr. 2016.

LOPES, A. B.; SANT'ANNA, D. P.; COSTA, F. M. 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. **RAUSP**, v. 42, n. 4, p. 497-510, 2007.

MACEDO, M. A. S.; MACHADO, M. A. V.; MURCIA, F. D.; MACHADO, M. R. Análise do impacto da substituição da DOAR pela DFC: um estudo sob a perspectiva do value relevance. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 22, n. 57, p. 299-318, 2011.

MACEDO, M. A. S.; MACHADO, M. R.; MURCIA, F. D.; MACHADO, M. A. V. Análise da relevância do ebitda versus fluxo de caixa operacional no mercado brasileiro de capitais. **Advances in Scientific and Applied Accounting**. São Paulo, v.5, n.1, p. 99-130, 2012.

MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. São Paulo: Atlas, 2002.

MORAIS, A. I.; CURTO, J. D. Accounting quality and the adoption of IASB standards – portuguese evidence. **Revista Contabilidade & Finanças**, 19 (48), p. 103-111, 2008.

OLIVEIRA, J. F. de; BATISTA, T. C.; MACEDO, M. A. S. Relevância da Informação Contábil para o Mercado Brasileiro de Capitais: uma análise comparativa entre Lucro Líquido, Lucro Abrangente e Fluxo de Caixa Operacional. **6º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças**. Florianópolis, 2015.

PAULO, E.; SARLO NETO, A.; SANTOS, M. A. C. Reação do preço das ações e intempestividade informacional do lucro contábil trimestral no Brasil. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, 5(1), p. 54-79, 2012.

PIMENTEL, R. C., & LIMA, I. S. Time-Series Properties of Earnings and Their Relationship with Stock Prices in Brazil. **Business and Economics Research Journal**, 1(4), p. 43-65, 2010.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa Social: métodos e técnicas**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2012.

SARLO NETO, A. **A reação dos preços das ações à divulgação dos resultados contábeis: evidências empíricas sobre a capacidade informacional da contabilidade no mercado acionário brasileiro**. 2004. 243f. Dissertação (Mestrado Profissional em Ciências Contábeis) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória.

SILVA, A. F.; MACEDO, M. A. S.; MARQUES, J. A. V. C. (2013). Análise da relevância da informação contábil no setor brasileiro de energia elétrica no período de 2005 a 2009: um estudo comparativo entre as informações de lucro e de caixa. **Revista Contabilidade Vista & Revista** - Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, v. 24, n. 2, p. 63-90, abr./jun. 2013.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. Positive accounting theory: a ten-year perspective. **The Accounting Review**, v. 65, n. 1, p. 131-156, 1990.

YAMAMOTO, M. M.; SALOTTI, B. M. **Informação Contábil: Estudos sobre a sua Divulgação no Mercado de Capitais**. São Paulo: Atlas, 2006.