

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ  
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS  
MESTRADO EM CONTABILIDADE  
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTABILIDADE E FINANÇAS**

**DISSERTAÇÃO DE MESTRADO**

**ESTRUTURA DE GERAÇÃO E DISTRIBUIÇÃO DO VALOR ADICIONADO E  
RENTABILIDADE DAS AÇÕES DE COMPANHIAS LISTADAS NA  
BM&FBOVESPA NO PERÍODO DE 2007 A 2010**

**JOCELINO DONIZETTI TEODORO**

**CURITIBA**

**2012**

**JOCELINO DONIZETTI TEODORO**

**ESTRUTURA DE GERAÇÃO E DISTRIBUIÇÃO DO VALOR ADICIONADO E  
RENTABILIDADE DAS AÇÕES DE COMPANHIAS LISTADAS NA  
BM&FBOVESPA NO PERÍODO DE 2007 A 2010**

**CURITIBA**

**2012**

**JOCELINO DONIZETTI TEODORO**

**ESTRUTURA DE GERAÇÃO E DISTRIBUIÇÃO DO VALOR ADICIONADO E  
RENTABILIDADE DAS AÇÕES DE COMPANHIAS LISTADAS NA  
BM&FBOVESPA NO PERÍODO DE 2007 A 2010**

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre. Programa de Mestrado em Contabilidade – Área de Concentração Contabilidade e Finanças, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Luciano Marcio Scherer

**CURITIBA**

**2012**

Teodoro, Jocelino Donizetti.

Estrutura de geração e distribuição do valor adicionado e rentabilidade das ações de companhias listadas na bm&fbovespa no período de 2007 a 2010 / Jocelino Donizetti Teodoro – 2012

113 f.

Orientador: Luciano Marcio Scherer

Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Paraná,  
Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Mestrado em Contabilidade,  
Curitiba, PR, 2012.

1. Contabilidade 2. Contabilidade para usuários externos  
I. Título II. Scherer, Luciano Marcio.

**“ESTRUTURA DE GERAÇÃO E DISTRIBUIÇÃO DO VALOR ADICIONADO E RENTABILIDADE DAS AÇÕES DE COMPANHIAS LISTADAS NA BM&F BOVESPA NO PERÍODO DE 2007 A 2010”**

ESTA DISSERTAÇÃO FOI JULGADA ADEQUADA PARA A OBTENÇÃO DO TÍTULO DE **MESTRE EM CONTABILIDADE** (AREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTABILIDADE E FINANÇAS), E APROVADA EM SUA FORMÁ FINAL PELO PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE DA UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ.



**PROF.ª DR.ª MÁRCIA MARIA DOS SANTOS BORTOLOCCI ESPEJO**  
**COORDENADORA DO PROGRAMA DE MESTRADO EM CONTABILIDADE**

APRESENTADA À COMISSÃO EXAMINADORA INTEGRADA PELOS PROFESSORES:



**PROF. DR. LUCIANO MÁRCIO SCHERER**  
**PRESIDENTE**



**PROF. DR. ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO**  
**MEMBRO**



**PROF. DR. BRUNO MEIRELLES SALOTTI**  
**MEMBRO**

***Dedico este trabalho à minha família:  
parceiros inseparáveis nos momentos de aflições  
e dúvidas...***

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente a Deus por todos os caminhos pelos quais ele me guiou, pois ainda que tenha julgado alguns desnecessários ou sem valor, todos foram essenciais para o alcance de mais esta vitória.

Agradeço à minha esposa, que tendo compartilhado boa parte da minha vida acadêmica, passou por momentos de ausência, porém sempre me fazendo acreditar na vitória. Também agradeço ao apoio dispensado pela minha mãe, meu pai e minha irmã nesta etapa de minha vida.

Devo especial agradecimento ao meu professor orientador Luciano Marcio Scherer, por se fazer presente nos momentos em que precisei de auxílio e por sua influência no despertar científico na área que considero a minha principal linha de pesquisa.

Devo agradecer também ao programa de mestrado em contabilidade da Universidade Federal do Paraná, que me abriu as portas à oportunidade de obter um título de mestre. Aos professores do programa que contribuíram para meu desenvolvimento pessoal e profissional também agradeço, dentre os quais destaco as Professoras Márcia Bortolucci e Ana Paula Cherobim e os Professores Ademir Clemente, Romualdo Douglas, Rodrigo Soares e José Frega.

Agradeço também aos meus colegas de estudo, com os quais passei por momentos de alegria, tristeza, apreensão, alívio,... Sempre compartilhando de bom e revigorante humor. Obviamente, não poderia deixar de citar o amigo Claudio Marcelo Edward Barros, grande companheiro de estudos e parceiro nas ansiedades a cada artigo e apresentação de seminários no programa.

## RESUMO

O objetivo deste trabalho consiste em identificar como o comportamento das variações na geração e distribuição do valor adicionado, ao longo do período de 2007 a 2010, impacta a rentabilidade das ações das companhias listadas na BMF&BOVESPA. Para tanto, definiu-se como objetivos específicos: a) mostrar as variações do valor adicionado produzido pelas companhias e recebido em transferência de terceiros; b) mostrar as variações da distribuição de valor adicionado para remuneração de pessoal, governo, capital de terceiros e capital próprio; c) verificar se as variações na estrutura de geração e distribuição do valor adicionado foram significativas entre os períodos em análise; d) estimar o poder explicativo das variações de geração e distribuição do valor adicionado na rentabilidade das ações de companhias abertas, no período de 2007 a 2010. O desenvolvimento desta pesquisa teve por teoria de base a Teoria Positiva da Contabilidade, com enfoque na relevância da informação contábil para o mercado acionário (*value relevance*). Estimou-se o retorno das ações conforme a evolução percentual das cotações históricas. As variações nos itens de geração e distribuição do valor adicionado foram estimadas em base logarítmica, a fim de se evitar limitações inerentes à variação percentual. A amostra foi constituída por empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA que haviam publicado a DVA nas informações anuais de 2007 e atendessem aos critérios de liquidez no preço de fechamento das ações, permitindo assim a realização do estudo. Foram realizados testes em estatística descritiva, teste de diferença de médias (ANOVA), correlação de Pearson e regressão linear simples. Observou-se que as contas com movimentação estatisticamente significativa foram receitas geradas, insumos adquiridos de terceiros, remuneração de capital de terceiros e remuneração do capital próprio. Dentre estas, apenas a remuneração de capital de terceiros e remuneração do capital próprio foram significativas para o modelo explicativo da rentabilidade das ações, assim como as demais variáveis de distribuição do valor adicionado. A principal constatação foi a relevância da informação sobre a remuneração aos trabalhadores, podendo sugerir visão não orientada apenas aos interesses pessoais. Além disso, verificou-se que a relevância da informação de remuneração de terceiros foi atribuída principalmente à janela 2007-2008, início da crise econômica internacional, e a informação referente à remuneração de pessoal ganhou destaque principalmente no período 2009-2010, período que abrange fase de recuperação do quadro econômico.

**Palavras-chave:** Demonstração do Valor Adicionado; Geração e Distribuição do Valor Adicionado; Relevância.

## ABSTRACT

The objective of this study was to identify how the variations of the distribution and generation of value added over the period 2007-2010, impacted on the profitability of the stocks of Brazilian listed companies in BM&FBOVESPA. For that, the following specific goals were defined: 1) to present the variation of the distribution of value added produced by companies and received in transference by third parties; 2) to present the variation of the distribution of value added in remuneration of employees, government, debt, and equity; 3) to verify whether the variation in the structure of generation and distribution of value added were significant in the period under analysis; 4) to estimate the explicative power of variation of the generation and distribution of the value added on the profitability of the stocks of listed companies in the period 2007-2010. The development of this research had as theoretical framework the positive accounting theory which approached the relevance of accounting information to stock market (value relevance). The return of the stocks was estimated by the percentage evolution of the historical quotations and the variations of the generation and distribution items of the value added statement were estimated in logarithmic basis. The sample is composed by companies which negotiated stocks in BM&FBOVESPA, by companies which had published the DVA in 2007 Annual Information report and those ones which met the criteria of liquidity that enabled this study. Descriptive statistics and tests of difference of means (ANOVA) were conducted; Pearson correlation and simple linear regression were computed. As result, it was observed that statistical significant counts were revenues; inputs purchased from thirds, remuneration of third parties capital and remuneration of equity, probably motivated by the economic imbalance of this period. Among then, just the remuneration of third parties capital and equity were significant for the stock profitability explicative model. Although that in this model all the distribution value added variables had been significant to explain the stock profitability, the main finding was the relevance for investors of the remuneration of employees which may indicate a non-self-interested behavior point of view. Moreover, the information relevance associated to the remuneration of third parties capital was mainly related to the period 2007-2008, beginning of world economic crisis, and the employee remuneration information was highlighted mainly in the period of 2009-2010 which covers the economic recuperation scenario.

**Key-words:** Relevance; Value Added Statement; Variations of Distribution and Generation of Value Added.

## LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – CENÁRIO ECONÔMICO INTERNACIONAL – 2007 A 2010.....	61
FIGURA 2 – DESENHO DE PESQUISA.....	65

## LISTA DE EQUAÇÕES

EQUAÇÃO 1 – MODELO ALGÉBRICO PARA O RESULTADO DO PERÍODO.....	25
EQUAÇÃO 2 – MODELO ALGÉBRICO PARA O VALOR ADICIONADO.....	25
EQUAÇÃO 3 – VARIÁVEL INDEPENDENTE COM BASE NA VARIAÇÃO PERCENTUAL .....	68
EQUAÇÃO 4 – VARIÁVEL INDEPENDENTE COM BASE NA VARIAÇÃO PERCENTUAL – TESTE 1.....	68
EQUAÇÃO 5 – VARIÁVEL INDEPENDENTE COM BASE NA VARIAÇÃO PERCENTUAL – TESTE 2.....	68
EQUAÇÃO 6 – MODELO EXPLICATIVO DA RENTABILIDADE DO PREÇO DAS AÇÕES.....	75

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – QUANTIDADE DE ESTUDOS POR TEMÁTICA DESENVOLVIDA .....	35
TABELA 2 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIAÇÕES RELATIVAS NOS ELEMENTOS DE GERAÇÃO E DISTRIBUIÇÃO DO VALOR ADICIONADO.....	77
TABELA 3 – TESTE DE DIFERENÇA DE MÉDIAS – 2007-2008; 2008-2009; 2009-2010 .....	79
TABELA 4 – CORRELAÇÃO – ESTRUTURA DE GERAÇÃO/DISTRIBUIÇÃO DO VALOR ADICIONADO E RETORNO DAS AÇÕES .....	81
TABELA 5 – MODELO EXPLICATIVO DA RENTABILIDADE DAS AÇÕES – 2007 A 2010 (1).....	84
TABELA 6 – PRESSUPOSTOS DO MODELO EXPLICATIVO DA RENTABILIDADE DAS AÇÕES (1) .....	84
TABELA 7 – VARIÁVEIS SIGNIFICATIVAS PARA O MODELO EXPLICATIVO DA RENTABILIDADE DAS AÇÕES – 2007 A 2010 (2) .....	88
TABELA 8 – MODELO EXPLICATIVO DA RENTABILIDADE DAS AÇÕES – 2007-2008 .....	89
TABELA 9 – MODELO EXPLICATIVO DA RENTABILIDADE DAS AÇÕES – 2008-2009 .....	90
TABELA 10 – MODELO EXPLICATIVO DA RENTABILIDADE DAS AÇÕES – 2009-2010 .....	91

## LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – METODOLOGIAS PARA APURAÇÃO DO PIB.....	27
QUADRO 2 – ESTRUTURA PARA ELABORAÇÃO DA DVA (EMPRESAS EM GERAL).....	32
QUADRO 3 – CONSTRUTOS DE PESQUISA E DEFINIÇÕES .....	67
QUADRO 4 – TESTES ESTATÍSTICOS.....	73
QUADRO 5 – HIPÓTESES TESTÁVEIS .....	74

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AMEX – *American Stock Exchange*

ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica

ANOVA – Análise de variância

BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores do Estado de São Paulo

CFC – Conselho Federal de Contabilidade

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DFC – Demonstração dos Fluxos de Caixa

DRE – Demonstração do Resultado do Exercício

DVA – Demonstração do Valor Adicionado

IASB – *International Accounting Standards Board*

INSS – Instituto Nacional de Seguridade Social

FGTS – Fundo de Garantia por Tempo de Serviço

FIPECAFI – Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras

FMI – Fundo Monetário Internacional

JCP – Juros sobre Capital Próprio

MQO – Mínimos quadrados ordinários

NBC T – Norma Brasileira de Contabilidade Técnica

NYSE – *New York Stock Exchange*

PIB – Produto Interno Bruto

PIL – Produto Interno Líquido

PNB – Produto Nacional Bruto

SPSS – *Statistical Products and Service Solutions*

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>15</b>
1.1	PROBLEMA DE PESQUISA.....	15
1.2	OBJETIVO .....	17
1.2.1	Objetivo geral .....	17
1.2.2	Objetivos específicos.....	17
1.3	JUSTIFICATIVA DO ESTUDO.....	18
1.4	DELIMITAÇÃO DO ESTUDO .....	21
1.5	LIMITAÇÕES DE PESQUISA .....	21
1.6	ORGANIZAÇÃO DO CONTEÚDO.....	22
<b>2</b>	<b>REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>24</b>
2.1	VALOR ADICIONADO .....	24
2.2	DEMONSTRAÇÃO DO VALOR ADICIONADO - DVA.....	28
2.2.1	Aspectos legais.....	28
2.2.2	Estrutura da DVA.....	31
2.3	ESTUDOS RELACIONADOS AO VALOR ADICIONADO .....	35
2.3.1	Análise de desempenho .....	35
2.3.1.1	Estudos internacionais.....	35
2.3.1.2	Estudos nacionais.....	38
2.3.2	Relevância.....	40
2.3.2.1	Estudos internacionais.....	40
2.3.2.2	Estudos nacionais.....	45
2.3.3	Evidenciação .....	46
2.3.3.1	Estudos internacionais.....	46
2.3.3.2	Estudos nacionais.....	48
2.3.4	Remuneração dos agentes econômicos.....	49
2.3.4.1	Estudos internacionais.....	50
2.3.4.2	Estudos nacionais.....	50
2.3.5	Carga tributária.....	53
2.3.5.1	Estudos nacionais.....	53
2.3.6	Análise gerencial .....	55
2.3.6.1	Estudos internacionais.....	55
2.3.6.2	Estudos nacionais.....	56

2.3.7	Limitações da DVA .....	57
2.3.7.1	Estudos internacionais .....	57
2.3.7.2	Estudos nacionais .....	57
2.3.8	Bibliometria .....	58
2.3.9	Considerações gerais sobre os estudos .....	58
2.4	CONVERGÊNCIA ÀS NORMAS INTERNACIONAIS .....	59
2.5	CRISE ECONÔMICA INTERNACIONAL .....	60
<b>3</b>	<b>PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS .....</b>	<b>63</b>
3.1	CARÁTER TEÓRICO-METODOLÓGICO .....	63
3.1.1	Teoria de base .....	63
3.1.2	Hipóteses .....	64
3.1.3	Desenho da pesquisa .....	65
3.1.4	Construtos e definições operacionais das variáveis .....	66
3.2	ESTRATÉGIAS E PLANEJAMENTO DE PESQUISA .....	70
3.3	INSTRUMENTOS DE PESQUISA .....	71
3.4	POPULAÇÃO E AMOSTRA .....	72
3.5	TRATAMENTO ESTATÍSTICO E ANÁLISE DE DADOS .....	73
<b>4</b>	<b>DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS .....</b>	<b>76</b>
4.1	VARIAÇÕES NA ESTRUTURA DE GERAÇÃO E DISTRIBUIÇÃO DO VALOR ADICIONADO .....	76
4.2	ESTRUTURA DE GERAÇÃO E DISTRIBUIÇÃO DO VALOR ADICIONADO E RENTABILIDADE DAS AÇÕES .....	80
<b>5</b>	<b>CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES .....</b>	<b>93</b>
5.1	CONCLUSÃO .....	93
5.2	RECOMENDAÇÕES .....	95
	<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>96</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Nesta seção, apresenta-se uma breve contextualização para abordar o problema de pesquisa. Em seguida, são apresentados os objetivos, justificativa, delimitações e limitações do estudo. Por fim, faz-se menção à estruturação do trabalho.

### 1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

O atual contexto econômico caracteriza-se por um grande número de agentes, cada qual com finalidades distintas e necessidades diversas. Estes agentes estão constantemente tomando decisões de natureza econômica por meio de informações de várias procedências, sendo uma destas fontes a contabilidade. Dada a elevada complexidade em se atender às necessidades de cada natureza de usuários, a contabilidade tem direcionado esforços em fornecer informações que sejam úteis para a avaliação e tomada de decisão em geral.

Como forma de se buscar atender a um conjunto maior de usuários de forma eficaz, surge no contexto contábil nacional a Demonstração do Valor Adicionado (DVA), a qual objetiva evidenciar dados econômicos sobre a riqueza criada e sua distribuição aos agentes econômicos que participaram de sua criação (DE LUCA *et al.*, 2009), contribuindo para evidenciar o resultado que cada grupo auferiu do valor adicionado que ajudaram a criar. Para Santos (2007), a DVA é uma demonstração muito mais abrangente que as denominadas convencionais, uma vez que aborda outros fatores de produção não explícitos na Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) e a remuneração dos agentes que participaram da produção.

A DVA passou a integrar o conjunto de informações de divulgação obrigatória para todas as sociedades de capital aberto a partir das alterações promovidas pela Lei 11.638 de 28 de dezembro de 2007. A estrutura padrão da DVA, bem como aspectos conceituais dos elementos que a compõem, está prevista no Pronunciamento Técnico CPC 09 – Demonstração do Valor Adicionado, do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC, 2011). No âmbito internacional esta demonstração não possui caráter obrigatório, prejudicando aspectos de padronização e realização de estudos empíricos sobre o assunto.

Na contramão de tais limitações, as informações oriundas do valor adicionado foram objeto de estudos tanto no âmbito nacional quanto internacional. Cita-se como exemplo a pesquisa de Felice (2011), onde se constatou, a partir da utilização do valor adicionado como medida de desempenho, o surgimento de diferenças econômicas entre a região norte e região sul da Itália, possivelmente em função do processo de industrialização iniciada nesta última região no início do século XX. Outro exemplo consiste na pesquisa de Ianniello (2010), ao investigar aspectos relativos à evidenciação voluntária da DVA por companhias listadas na *Italian Stock Exchange*. Neste estudo, verificou-se que 50% das empresas apresentaram a DRE rearranjada para evidenciar o valor adicionado, mas informações relativas à distribuição deste valor não foram abordadas. Bispo (2009), por sua vez, utilizando dados da DVA no mercado brasileiro, constatou diferenças significativas na carga tributária entre alguns setores, também observando setores distintos em que tais diferenças não se mostraram significantes.

Os estudos mencionados indicam a diversidade de temáticas contidas nas informações da DVA, bem como a amplitude informacional desta demonstração para diferentes naturezas de usuários. Cosenza (2003) afirma esta condição ao declarar que a DVA atende à demanda de uma ampla gama de agentes econômicos, ao evidenciar sua participação no valor adicionado gerado no período em específico.

Embora as normas do *International Accounting Standards Board* (IASB) não contemplem a DVA sob o aspecto de obrigatoriedade, autores e pesquisadores como Cosenza (2003), Santos (2007), De Luca *et al.* (2009) vem considerando esta demonstração como elemento de grande importância para a contabilidade alcançar plenamente seus objetivos, por considerarem suas informações de maior abrangência informacional, em comparação às demonstrações contábeis convencionais.

Considerando que a estrutura da DVA informa o desempenho empresarial sob um caráter mais abrangente, tanto na geração quanto na distribuição do valor adicionado, torna-se importante analisar se o mercado de valores mobiliários tem atribuído relevância aos itens que compõem a estrutura da demonstração. A importância teórica ora destacada sugere a existência de tal relevância, tanto por evidenciar o desempenho econômico, neste caso considerando o investidor sob a ótica da Teoria Positiva da Contabilidade (IUDÍCIBUS e LOPES, 2008), quanto pelo ressaltado aspecto de responsabilidade social atribuído à demonstração, levando o

investidor a recompensar empresas socialmente responsáveis. Desta forma, o estudo se fundamenta na teoria da relevância da informação contábil (*value relevance*), com base nas informações de geração e distribuição do valor adicionado contidos na DVA.

Com a possibilidade de se analisar a estrutura de geração e distribuição do valor adicionado em função da atual obrigatoriedade de publicação da DVA para todas as empresas listadas na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BM&FBOVESPA), surge a seguinte questão: **como o comportamento das variações na geração e distribuição do valor adicionado, ao longo do período de 2007 a 2010, impactou a rentabilidade das ações das empresas listadas na BM&FBOVESPA?**

## 1.2 OBJETIVO

Neste item, é abordado o objetivo geral, seguido dos objetivos específicos.

### 1.2.1 Objetivo geral

O objetivo geral do presente trabalho consiste em identificar como o comportamento das variações na geração e distribuição do valor adicionado, ao longo do período de 2007 a 2010, impactou a rentabilidade das ações das companhias listadas na BMF&BOVESPA.

### 1.2.2 Objetivos específicos

- a) Evidenciar as variações do valor adicionado produzido pelas companhias e recebido em transferência de terceiros;
- b) Mostrar as variações da distribuição de valor adicionado para remuneração de pessoal, governo, capital de terceiros e capital próprio;

- c) Verificar se as variações na estrutura de geração e distribuição do valor adicionado foram significativas entre os períodos em análise; e
- d) Estimar o poder explicativo das variações de geração e distribuição do valor adicionado na rentabilidade das ações de companhias abertas, no período de 2007 a 2010.

Atender ao primeiro e ao segundo objetivo específico permite obter as variações relativas nos itens de geração e distribuição do valor adicionado, elementos sugeridos como relevantes para a rentabilidade das ações.

O terceiro objetivo específico permite verificar o comportamento das variações entre os períodos analisados, ou seja, se existem diferenças que não podem ser atribuídas às oscilações normais nos valores de geração e distribuição do valor adicionado e, desta forma, atrairiam maior atenção dos investidores em decisões econômicas. Os resultados desta análise foram comparados à relevância dos dados contábeis para a explicação da rentabilidade das ações.

O último objetivo específico permite identificar as variáveis com maior relevância para explicar a rentabilidade das ações. Adicionalmente, permite identificar se as diferenças significativas são aquelas com maior relevância explicativa no retorno das ações, ou se outras variáveis, mesmo sem apresentar variação estatisticamente diferente de um período para outro, são significativas.

### 1.3 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

Para Santos (2007), por estar incluída nas Ciências Sociais Aplicadas, a contabilidade tem como uma de suas premissas a identificação e aproximação das relações entre os indivíduos e entidades de uma sociedade. Neste aspecto, a contabilidade contribui para aproximar o relacionamento da empresa para com os diversos agentes interessados, à medida que fornece informações confiáveis, tempestivas e inteligíveis para os usuários de interesse.

A Demonstração do Resultado do Exercício volta-se exclusivamente aos interesses dos proprietários, ao evidenciar o lucro do período, enquanto que a DVA apresenta uma visão mais abrangente em termos de divulgar a participação de todos os envolvidos no processo produtivo (COSENZA, 2003). Uma vez que a DVA

presta informações a um grande número de agentes econômicos, é possível imaginar que sua divulgação pode contribuir para os aspectos de governança corporativa, reduzindo conflitos de agência por assimetria de informação entre os acionistas e demais *stakeholders* de uma empresa (SCHERER, 2006). A importância prevista teoricamente sobre informações relacionadas à apuração do valor adicionado torna necessária a investigação empírica sobre a relevância destas informações para um grupo em específico, qual seja o investidor em valores mobiliários.

Em paralelo às explanações teóricas sobre a importância da DVA, Stainbank (2009) investigou a relevância atribuída a esta demonstração para empresas da África do Sul, onde a divulgação da DVA é uma prática regular. Com aplicação de questionário, o autor constatou que as empresas acabam não atribuindo relevância para esta natureza de informação, mas acabam elaborando a demonstração para justificar sua existência no país, como geradora de valor para a sociedade. Scherer (2006), por sua vez, ao analisar a relação entre o valor adicionado e a rentabilidade das ações das empresas listadas na BM&FBOVESPA, constatou relevância nestas informações para os investidores, observando adicionalmente o aumento de tal relevância quando a empresa apresenta níveis diferenciados de Governança Corporativa.

Cabe destacar que o estudo de Borges Júnior, Freire e Fernandes (2010) verificou a existência de relevância entre quocientes de distribuição do valor adicionado e a rentabilidade das ações, em um recorte temporal de 2007 a 2009. A análise de correlação de Pearson em 37 empresas listadas nos níveis 1 e 2 de governança corporativa indicaram a inexistência de relação entre dados de rentabilidade das ações para com os quocientes de distribuição do valor adicionado.

Observa-se que, embora seja consenso teórico a relevância da DVA para diversos usuários, o breve resgate de estudos empíricos não resultou em um consenso sobre a relevância de tais informações aos investidores em valores mobiliários. Acentua-se esta característica quanto aos itens que compõem a geração e distribuição do valor adicionado, que foram alvo de poucos estudos empíricos. O presente estudo caracteriza-se como uma contribuição para a temática sobre a relevância do conteúdo da DVA para a rentabilidade das ações, porém com abordagem na estrutura de geração e distribuição do valor adicionado, por ser um enfoque pouco desenvolvido. No resgate de estudos sobre valor adicionado,

apresentado no referencial teórico, não se observou grande quantidade de investigações sobre o conteúdo informacional (relevância) da DVA para o mercado acionário e, quanto ao enfoque aqui sugerido, nenhum estudo foi encontrado.

Destaca-se o estudo de Borges Júnior, Freire e Fernandes (2010), relacionando empiricamente rentabilidade das ações e estrutura de distribuição, sendo este último item padronizado por quocientes do valor adicionado. No presente estudo, promove-se ampliação desta investigação, analisando-se a relevância tanto dos itens de geração quanto de distribuição do valor adicionado para explicar as flutuações do preço da ação. Portanto, o aspecto diferencial deste estudo consiste em evidenciar a relevância não do valor adicionado em si, mas dos componentes de geração deste valor, bem como a política de distribuição do mesmo aos diversos agentes econômicos, para o mercado acionário. Dado que no estudo de Borges Júnior, Freire e Fernandes (2010), a metodologia com base em quocientes de distribuição do valor adicionado não resultou na relevância da DVA para o mercado acionário, promove-se avanço ao investigar se enfoques alternativos, como a variação relativa adotada na presente pesquisa, apontam outros resultados. Novas investigações nesta temática poderão ser incentivadas conforme as conclusões de pesquisa.

Adicionalmente, o recorte temporal permitiu enxergar a influência do contexto econômico na decisão dos investidores. Embora Borges Júnior, Freire e Fernandes (2010) integrem em seu recorte temporal o período de crise, não citam os possíveis impactos que o desequilíbrio econômico internacional pode ter representado nos resultados de sua pesquisa. Neste sentido, é possível imaginar que estudos sobre o valor adicionado e a rentabilidade das ações não abordam o contexto econômico no recorte temporal, tampouco buscam explicar se as movimentações no ambiente econômico podem ter influenciado a relevância das informações. Sendo este enfoque almejado nesta pesquisa, promove-se maior avanço no conhecimento a respeito do assunto.

O estudo faz parte das produções que contribuirão ao Laboratório de Pesquisa em Contabilidade Financeira e Finanças, do Programa de Mestrado em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná.

#### 1.4 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO

Esta pesquisa delimita-se à análise empírica da DVA, no que concerne à estrutura de geração e distribuição do valor adicionado aos agentes econômicos, bem como à associação para com a rentabilidade das ações. Desenvolveu-se o estudo com base nas demonstrações contábeis anuais das empresas listadas na BM&FBOVESPA, cujo relatório de auditoria tenha sido favorável quanto à adequação à plena reflexão da situação econômico-financeira da entidade, e que tenham apresentado a DVA em todo o período do recorte temporal estipulado (2007-2010). A definição deste recorte temporal deu-se em função de abranger as principais fases do desequilíbrio econômico internacional, permitindo analisar se este fato influenciou a relevância de tais informações em períodos específicos. Além disso, o período em questão abrange as mudanças na lei societária e, conseqüentemente, da estrutura conceitual para elaboração de demonstrações contábeis, o que também pode ter impactado a relevância das informações para a rentabilidade das ações.

#### 1.5 LIMITAÇÕES DE PESQUISA

Algumas limitações no desenvolvimento da pesquisa precisam ser destacadas. Primeiramente, a DVA não possuía estrutura padrão no período de 2007 e, conforme Vieira (2010), alguns eventos contábeis de maior complexidade não tinham destinação prevista na demonstração. Isto pode implicar nos aspectos de comparabilidade dos números entre 2007 e 2008, conforme a variação relativa com a qual se pretende trabalhar.

Além disso, o processo de convergência às normas internacionais promoveu alteração na estrutura conceitual contábil e, conseqüentemente, na forma de contabilização de alguns eventos. Esta mudança caracteriza uma limitação, pois embora não impacte a DVA diretamente, pode ter influência nos números do período de 2008 e posteriores, em comparação ao período de 2007.

O recorte temporal para análise de dados também caracteriza uma limitação, considerando que no período de 2007 não existia a obrigatoriedade de todas as entidades de capital aberto publicarem a demonstração. Algumas companhias

publicavam esta demonstração espontaneamente, enquanto que as empresas de energia elétrica eram obrigadas pela ANEEL. Neste sentido, a formação da amostra ficou condicionada às empresas que tiveram por prática a publicação da DVA no período de 2007, e foi amplamente composta por companhias de energia elétrica (23 das 60 companhias, ou 39%, aproximadamente). Neste sentido, não se pode desconsiderar a possibilidade dos resultados terem sido influenciados por características das empresas deste setor, por estarem em maior quantidade na amostra em questão.

Os dados não foram corrigidos pelo efeito da inflação entre os períodos. Neste sentido, reconhecendo as movimentações do poder aquisitivo, não se descarta a possibilidade de que os resultados fossem diferentes, caso este aspecto fosse tratado.

Por fim, a definição do dia 30 de abril como o período para a coleta do preço de fechamento das ações, sob a pressuposição de publicação dos dados contábeis na data limite prevista em lei também é uma limitação, considerando que algumas empresas publicam tais informações em períodos anteriores, enquanto outras ultrapassam tal data. Da mesma forma, como nem todas as empresas apresentam cotação na data estipulada, a flexibilização de tais critérios fez-se necessária, conforme explicado no item de procedimentos metodológicos, e pode inserir viés nos resultados da análise.

## 1.6 ORGANIZAÇÃO DO CONTEÚDO

O presente estudo encontra-se estruturado conforme segue: Introdução, conforme inicialmente apresentado; Referencial Teórico, contendo conceitos relacionados ao valor adicionado, aspectos legais e de estruturação da DVA, resgate teórico-empírico sobre estudos desenvolvidos com base no valor adicionado, breve contexto sobre o processo de convergência às normas internacionais de contabilidade, bem como aspectos teóricos relativos ao período de desequilíbrio econômico internacional; Procedimentos Metodológicos, contendo tipologias de pesquisa, teoria de base, hipóteses, delineamento da amostra, características das variáveis de pesquisa e técnicas estatísticas utilizadas; Descrição

e Análise dos Dados, reportando os resultados da pesquisa e discussões acerca destes; Conclusão.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste item, são apresentados aspectos conceituais sobre valor adicionado, diretrizes para estruturação desta demonstração contábil e um breve resgate da produção científica, até o período de 2010, relativo ao conceito e à Demonstração do Valor Adicionado. Na sequência, faz-se uma breve contextualização do processo de convergência às normas internacionais e, por fim, são descritos alguns acontecimentos econômicos no intervalo entre 2007 e 2010, a fim de se evidenciar a desestabilização provocada pela crise econômica internacional.

### 2.1 VALOR ADICIONADO

A contabilidade encontra-se em constante evolução, como consequência das adaptações necessárias às formas diferenciadas de usuários que surgem, à medida que se alteram as características econômicas da sociedade (SANTOS, 2007). De Luca *et al.* (2009, p. 1) afirma que com o desenvolvimento das empresas, em decorrência da evolução da própria sociedade, as necessidades do ser humano cresceram e demandaram da contabilidade evolução e ampliação do seu campo de atuação. Isto também se deve ao surgimento dos novos grupos de usuários, como decorrência da evolução econômica observada.

Para atender às atuais demandas informativas, em face à ampla gama de usuários que podem estar interessados nas informações contábeis, surge a DVA com o objetivo de evidenciar dados econômicos sobre a riqueza criada e sua distribuição aos agentes econômicos que participaram de sua criação (DE LUCA *et al.*, 2009).

A DVA deriva do conceito de valor adicionado, o qual segundo Santos (2007) representa a adição de valor ao insumo básico, atribuída ao processo produtivo da entidade. Tal definição, aqui apresentada de forma sucinta, pode ser complementada por Riahi-Belkaoui (1999), em que valor adicionado consiste no incremento de valor, resultante do uso de recursos pertencentes à empresa, antes de sua distribuição para os membros que participaram do processo produtivo, quais sejam os acionistas, trabalhadores, terceiros e o governo.

Neste aspecto, vale ressaltar o modelo algébrico apresentado por Morley (1979) para evidenciar a relação do valor adicionado com o resultado do período. Na equação 1 está evidenciada a fórmula básica do resultado do período.

$$R = S - B - Dep - W - I - Div - T \quad (1)$$

Em que,

- $B = \textit{bought-in materials and services}$  (compra de materiais e serviços)
- $Dep = \textit{depreciation}$  (depreciação)
- $Div = \textit{dividends}$  (dividendos)
- $I = \textit{Interest}$  (Juros)
- $R = \textit{Retained earns}$  (lucro retido)
- $S = \textit{Sales revenue}$  (receita de vendas)
- $T = \textit{Taxes}$  (impostos)
- $W = \textit{Wages}$  (salários)

Nota-se que a equação 1 é uma forma resumida de representar a estrutura da DRE, com exceção da inclusão dos dividendos. Desta forma, o resultado da equação 1 tende a representar a parcela efetivamente retida pela empresa, na forma de reservas ou para futuros investimentos. Ao reorganizar os elementos da equação 1, é possível chegar a outro modelo algébrico, conforme a equação 2.

$$S - B - Dep = W + I + Div + T + R \quad (2)$$

O lado esquerdo da equação 2 retrata o saldo entre receita de vendas, gastos com materiais e serviços e depreciação, evidenciando o valor que a empresa, no desenvolvimento de suas atividades, adicionou aos insumos básicos de sua propriedade, ou seja, a riqueza agregada ao material intermediário. Por sua vez, o lado direito reflete a parcela do resultado destinada ao pagamento de empregados (salários), terceiros (juros), sócios (dividendos), governo (impostos) e reinvestimento na própria empresa. O total do valor adicionado gerado nas atividades operacionais deve ser igual a estes pagamentos, o que implica refletir a política de remuneração dos agentes econômicos no valor adicionado total gerado pela empresa.

Outro aspecto a ser destacado consiste na inclusão da depreciação como parte do valor adicionado produzido, refletindo o conceito de valor adicionado líquido. Contudo, outra estrutura é proposta, realocando este item como parte do valor adicionado distribuído. Segundo Santos (2007), esta prática fundamenta-se no argumento de que este elemento representa a destinação para um fundo de reposição do ativo, quando do fim de sua vida útil. Discute-se, ademais, sobre a consistência para estimativa do conceito macroeconômico de criação de valor, em contraste com a subjetividade da estimativa da depreciação de uma empresa para outra.

A despeito de tais argumentos, Santos (2007) afirma que a inclusão da depreciação com elemento de geração do valor adicionado mostra-se mais adequada, uma vez que o imobilizado trata-se de um insumo de produção, assim como os demais itens em estoques e insumos utilizados no processo produtivo. A diferença entre tais itens, desta forma, está apenas no tempo que cada um leva para ser totalmente consumido, dado que itens do imobilizado são utilizados por períodos longos, até o fim de sua vida útil. Assim, a inclusão da depreciação como elemento de geração do valor adicionado mostra-se mais coerente, ainda que exista certa subjetividade no nível de reconhecimento de depreciação entre as empresas.

Ao serem tratados alguns aspectos teóricos a respeito do valor adicionado, pode-se, certamente, observar semelhanças com os conceitos macroeconômicos relativos ao Produto Nacional e à Renda Nacional. De Luca *et al.* (2009, p. 22) afirmam esta relação, ao explicar que “O Conceito de valor adicionado (ou valor agregado) é utilizado na macroeconomia para avaliação do chamado Produto Nacional Bruto (PNB)”. De forma semelhante, Santos (2007, p. 27) afirma que “Do ponto de vista das ciências econômicas, mais especificamente restringindo-se aos aspectos da macroeconomia, o valor adicionado está intimamente ligado à apuração do produto nacional”.

Em contrapartida, aspectos discrepantes entre as duas visões também podem ser observados, principalmente em função da metodologia de estimação da importância monetária do valor adicionado, uma vez que no campo econômico este é apurado em função da Produção, enquanto que na ótica contábil é apurado por Competência. Neste sentido, conforme destaca o Pronunciamento Técnico CPC 09 (2011), a possível divergência observada entre os dois critérios será temporária, de tal forma que, admitindo-se a inexistência de estoques iniciais e finais, tais

metodologias tendem a convergir. Em função desta relação, faz-se importante realizar a explicação inerente ao PIB.

Na macroeconomia, dentre os conceitos básicos para o desenvolvimento da Contabilidade Nacional, com a qual se mensura a atividade econômica de um país por meio de partidas dobradas, estão os conceitos de produto e renda (FREGONESI, 2009). Neste sentido, Santos (2007, p. 32) faz a consideração de que “Produto Interno Bruto deve ser entendido como o resultado da atividade econômica de um país, considerando apenas a riqueza gerada dentro de seus próprios limites geográficos”.

A definição da produção (ou PIB) engloba o conceito de valor adicionado, em nível macroeconômico, em que o valor considerado consiste naquele agregado pelas etapas do processo produtivo, ou o valor dos produtos a serem consumidos pela sociedade (FREGONESI, 2009). Quanto à renda, esta consiste na remuneração aos agentes econômicos, tais como salários, juros, lucros e aluguéis (estes dois últimos quando pagos à pessoa física).

A apuração do PIB, conforme Fregonesi (2009) pode ser realizada a partir de três óticas, quais sejam a ótica da Produção, da Renda e da Despesa. Naturalmente, independentemente da metodologia utilizada, o valor monetário do PIB deverá ser o mesmo para as três óticas.

Uma explicação sobre cada ótica de apuração do valor adicionado é apresentada por Stiglitz e Walsh (2003), as quais foram sintetizadas no Quadro 1:

**QUADRO 1 – Metodologias para apuração do PIB**

<b>METODOLOGIA</b>	<b>CONCEITUAÇÃO</b>
PRODUTO – VALOR ADICIONADO	Valor Adicionado = receita da empresa - custo dos bens intermediários
RENDA	Valor Adicionado = salários + juros + impostos indiretos + depreciação + lucros
DESPESA	Valor Adicionado = Consumo + Investimentos + Gastos do Governo + Exportações – Importações

Fonte: adaptado de Stiglitz, Walsh (2003, p. 93-94).

Conforme o Quadro 1, a apuração do PIB conforme a ótica da Produção leva em consideração a diferença entre a Receita da empresa e os Custos de bens intermediários. Este raciocínio é coerente com a primeira parte da DVA, evidenciando o valor adicionado gerado pela empresa. A fim de facilitar a estimativa

do PIB em termos macroeconômicos, bem como evitar dupla contagem, utiliza-se o valor de transação do produto ao consumidor final, que já carrega os valores adicionados em cada etapa do processo produtivo.

Quando estimado pela ótica da Renda, o PIB resulta do somatório dos valores de remuneração aos agentes econômicos, quais sejam trabalhadores, governo, terceiros e os próprios investidores. Este raciocínio é consistente com a segunda parte da DVA, em que se reflete o valor adicionado destinado aos diversos agentes econômicos.

Por fim, a ótica da despesa, que não é contemplada na estrutura da DVA, é realizada a partir do somatório das despesas, em nível macroeconômico, com Consumos, Investimentos, Gastos do Governo, Exportações e Importações.

A metodologia de cálculo do PIB sob a ótica do produto é consistente com a geração do valor adicionado, enquanto que a metodologia de cálculo do PIB sob a ótica da renda é consistente com a distribuição do valor adicionado. Ao se elaborar a DVA, está se apresentando o PIB conforme gerado e distribuído pela empresa, enfoque este denominado microeconômico.

## 2.2 DEMONSTRAÇÃO DO VALOR ADICIONADO - DVA

Neste item são apresentados os aspectos legais relativos à obrigatoriedade e estruturação da DVA.

### 2.2.1 Aspectos legais

A DVA tornou-se obrigatória para todas as companhias abertas, em função da alteração promovida pela Lei 11.638/07 no Artigo 176 da Lei 6.404/76, incluindo os incisos IV e V. Com tal alteração (BRASIL, 2011), o art. 176 da referida Lei passou a apresentar a seguinte redação:

Art. 176. Ao fim de cada exercício social, a diretoria fará elaborar, com base na escrituração mercantil da companhia, as seguintes demonstrações financeiras, que deverão exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício:

I – [...];  
IV – demonstração dos fluxos de caixa; e  
V – se companhia aberta, demonstração do valor adicionado. (BRASIL, 2010)

Como consequência desta disposi o legal, todas as entidades de capital aberto passaram a ser obrigadas a incluir, além da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) em substitui o   Demonstração das Origens e Aplica es de Recursos, a Demonstração do Valor Adicionado em suas demonstra es contábeis anuais.

Para as empresas de energia elétrica, cuja regulamentação contábil   amplamente influenciada pela Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), a obrigatoriedade já era prevista no item 9.1.2 do Manual de Contabilidade do Serviço Público de Energia Elétrica, instituído pela Resolu o ANEEL 444 de 26 de outubro de 2001. Este fato   evidenciado no estudo de Scherer (2006), onde das 49 empresas que divulgaram a DVA em 2000, 26 eram do setor de energia elétrica, o que representava 53% da amostra. Em 2001, das 53 empresas da amostra, 26 eram do setor de energia elétrica, o que representava 49% do total. Já nos anos de 2002, 2003 e 2004, do total de 56, 61 e 65 empresas na amostra, 27, 27 e 28 eram do setor de energia elétrica, o que representou 48%, 44% e 43% do total, respectivamente.

Ao se discutir o aspecto de inova o no contexto contábil brasileiro, ressalta-se o Artigo 10-A da Lei 6.385/76, alterado pelo Artigo 5 da Lei 11.638/07:

Art. 10-A. A Comissão de Valores Mobiliários, o Banco Central do Brasil e demais órgãos e agências reguladoras poderão celebrar convênio com entidade que tenha por objeto o estudo e a divulga o de princípios, normas e padrões de contabilidade e de auditoria, podendo, no exercício de suas atribui es regulamentares, adotar, no todo ou em parte, os pronunciamentos e demais orienta es técnicas emitidas. (BRASIL, 2011)

A entidade de que trata este artigo   o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), o qual tem por atribui o a emissão de princípios e normas técnicas de contabilidade. Uma vez que tais regulamenta es estão sendo amplamente aceitas por entidades com influência geral ou parcial sobre os procedimentos contábeis no âmbito nacional, tais normas passam a ter amparo legal, sendo obrigatória sua observa o por parte das entidades.

Outro aspecto, desta vez no que diz respeito à atribuição conferida ao Conselho Federal de Contabilidade (CFC), está na inclusão do item f, artigo 6º do Decreto-lei 9.295/46, alterado pela Lei 12.249/10, que diz:

Art. 6º São atribuições do Conselho Federal de Contabilidade:

a) [...];

f) regular acerca dos princípios contábeis, do Exame de Suficiência, do cadastro de qualificação técnica e dos programas de educação continuada; e editar Normas Brasileiras de Contabilidade de natureza técnica e profissional. (BRASIL, 2010)

O referido artigo atribui ao CFC o poder e a responsabilidade de elaboração de normas técnicas e princípios contábeis, o que anteriormente não era legalmente previsto. Havendo, pois, esta nova redação, passa o CFC a ter autoridade para emissão de normas técnicas na área, que devem ser observadas na elaboração e apresentação de demonstrações contábeis. Assim como outras entidades com influência na prática contábil, o CFC tem aprovado os Pronunciamentos emitidos pelo CPC, reforçando o peso já conferido pela Lei 11.638/07 aos Procedimentos Técnicos emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis.

Destacou-se as competências conferidas ao CPC e ao CFC com o intuito de se discutir o Pronunciamento Técnico CPC 09 (CPC, 2011). Este foi aprovado pela Deliberação CVM nº 557/08 e Resolução CFC 1.138/08, bem como por outras entidades com influência na prática contábil, passando a ter força de Lei no que concerne à sua observação para fins de elaboração da DVA.

O item 3 do CPC 09, conforme emitido pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis apresenta a seguinte redação: “A entidade deve elaborar a DVA e apresentá-la como parte integrante das suas demonstrações contábeis divulgadas ao final de cada exercício social” (CPC, 2011, grifo nosso). Tal redação, que afirma a DVA como parte integrante das demonstrações divulgadas em cada período, sugere, em uma primeira visão, que a elaboração da DVA é obrigatória para todas as entidades, em sentido oposto ao previsto pela Lei 11.638/07.

Neste sentido, o CFC utilizou a previsão legal da possibilidade de adoção total ou parcialmente dos pronunciamentos emitido pelo CPC. A partir da Resolução CFC 1.162/09, houve a alteração do item 3 do referido pronunciamento, em nível de Norma Brasileira de Contabilidade (NBC T), caracterizando a DVA como parte integrante das demonstrações contábeis das entidades sob forma jurídica de

sociedade por ações, e apenas recomendando sua elaboração para todas as sociedades.

Desta forma, em função do embasamento legal dado aos Pronunciamentos do CPC, bem como às atribuições conferidas a este e ao CFC, atualmente a diretriz principal a ser observada para a elaboração da DVA vem a ser o Pronunciamento Técnico CPC 09. Este, por sua vez, traz assuntos relacionados à conceituação dos itens da DVA, bem como sua estrutura padrão para as empresas em suas respectivas peculiaridades.

### 2.2.2 Estrutura da DVA

A estrutura da DVA passou por um longo período de estudo e desenvolvimento por entidades contábeis até chegar ao modelo atualmente preconizado pelo CPC 09. Segundo Vieira (2010), a Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (FIPECAFI), ligada ao departamento de Contabilidade e Atuaria da FEA USP, desempenhou papel fundamental na estruturação desta demonstração. Ao controlar o banco de dados para classificação das maiores e melhores empresas da edição da revista Exame, uma das informações requeridas pela instituição consistia na apresentação da DVA. Para auxiliar as empresas, a FIPECAFI desenvolveu uma estrutura padrão para divulgação espontânea de tais informações, o que permitiu a formação de um extenso banco de dados, amplamente utilizado em estudos ligados à instituição, e o contínuo estudo e atualização sobre a forma de classificação dos eventos contábeis na DVA.

Vieira (2010) destaca ainda a atuação da ANEEL, indicando às empresas do setor de energia elétrica a divulgação das informações relacionadas ao valor adicionado, por meio da Resolução ANEEL nº 444, de 26 de outubro de 2001. Como resultado, um ramo com ampla divulgação da DVA, antes mesmo do período de harmonização às normas internacionais de contabilidade, é o setor de energia elétrica, fato este refletido por pesquisas científicas. Em 2005, o CFC aprovou a Resolução 1.010/05, prevendo a estrutura da DVA a partir do modelo proposto pela FIPECAFI. Neste ano, tal estrutura já era mais completa, em função da evolução do

contexto econômico, e conseqüente necessidade de enquadramento de tais eventos na demonstração.

Atualmente, sob a ótica contábil, o valor adicionado é evidenciado a partir da DVA, com obrigatoriedade de divulgação pelas sociedades de capital aberto, e incentivo à evidenciação voluntária para as demais entidades. O Pronunciamento Técnico CPC 09 (CPC, 2011) indica que a elaboração desta demonstração deverá levar em consideração os princípios presentes no Pronunciamento Conceitual Básico do CPC, reiterando que a maioria das informações para elaboração da DVA está contida na DRE.

Um modelo de estrutura básica, adaptada do anexo apresentado no Pronunciamento Técnico 09 (CPC, 2011) pode ser observado no Quadro 2.

**QUADRO 2 – Estrutura para elaboração da DVA (empresas em geral)**

<b>DESCRIÇÃO</b>
<b>1 – RECEITAS</b>
1.1) Vendas de mercadorias, produtos e serviços
1.2) Outras receitas
1.3) Receitas relativas à construção de ativos próprios
1.4) Provisão para créditos de liquidação duvidosa – Reversão / Constituição
<b>2 - INSUMOS ADQUIRIDOS DE TERCEIROS (inclui os valores dos impostos)</b>
2.1) Custos dos produtos, das mercadorias e dos serviços vendidos
2.2) Materiais, energia, serviços de terceiros e outros
2.3) Perda / Recuperação de valores ativos
2.4) Outras (especificar)
<b>3 - VALOR ADICIONADO BRUTO (1-2)</b>
<b>4 - DEPRECIAÇÃO, AMORTIZAÇÃO E EXAUSTÃO</b>
<b>5 - VALOR ADICIONADO LÍQUIDO PRODUZIDO PELA ENTIDADE (3-4)</b>
<b>6 - VALOR ADICIONADO RECEBIDO EM TRANSFERÊNCIA</b>
6.1) Resultado de equivalência patrimonial
6.2) Receitas financeiras
6.3) Outras
<b>7 - VALOR ADICIONADO TOTAL A DISTRIBUIR (5+6)</b>
<b>8 - DISTRIBUIÇÃO DO VALOR ADICIONADO</b>
8.1) Pessoal
8.1.1 – Remuneração direta
8.1.2 – Benefícios
8.1.3 – F.G.T.S

- 8.2) Impostos, taxas e contribuições
  - 8.2.1 – Federais
  - 8.2.2 – Estaduais
  - 8.2.3 – Municipais
- 8.3) Remuneração de capitais de terceiros
  - 8.3.1 – Juros
  - 8.3.2 – Aluguéis
  - 8.3.3 – Outras
- 8.4) Remuneração de Capitais Próprios
  - 8.4.1 – Juros sobre o Capital Próprio
  - 8.4.2 – Dividendos
  - 8.4.3 – Lucros retidos / Prejuízo do exercício
  - 8.4.4 – Participação dos não-controladores nos lucros retidos (só p/ consolidação)

Fonte: adaptado do Pronunciamento Conceitual Básico CPC 09 (CPC, 2011, p. 16).

A primeira parte da DVA destina-se a evidenciar os componentes da geração do valor adicionado, enquanto que a segunda evidencia a estrutura de distribuição do valor adicionado gerado no período.

Na primeira parte da DVA, os itens que compõem a Receita (item 1 do Quadro 2), conforme o CPC 09 (CPC, 2011), são os seguintes: venda de mercadorias, produtos e serviços, compreendendo o faturamento bruto; outras receitas, tais como ganhos/perdas por alienação de ativos não circulantes e eventos congêneres; Receitas relativas à construção de ativos próprios, a partir da inclusão dos custos para construção como materiais, mão-de-obra, serviços terceirizados; Perdas estimadas em créditos de liquidação duvidosa.

Em se tratando dos itens relativos ao grupo de Insumos Adquiridos de Terceiros (item 2 do Quadro 2), o Pronunciamento Técnico CPC 09 (CPC, 2011) assim define: Custo dos Produtos, Serviços e Mercadorias Vendidas, incluindo custo de matéria-prima, embalagens, mercadorias etc., sem a dedução de possíveis impostos recuperáveis, e desconsiderando a parte dos custos que cabe à remuneração de pessoal próprio; Materiais, energia, serviços de terceiros e outros, abordando as despesas de bens, serviço e outras utilidades adquiridas de terceiros; Perda e recuperação de valores de ativos, compreendendo as variações em função da avaliação a valor de mercado (CPC, 2011); Depreciação, amortização e exaustão (CPC, 2011).

O grupo relativo ao Valor adicionado recebido em transferência representa a parte da riqueza gerada por outras empresas, e recebida pela a entidade. Este grupo apresenta os seguintes componentes: Resultado de Equivalência Patrimonial, abrangendo o resultado da participação em coligadas e controladas; Receitas Financeiras, inclusive as variações cambiais ativas, independente de sua origem; Outras receitas: “inclui dividendos relativos a investimentos avaliados ao custo, alugueis, direitos, franquias etc.” (CPC, 2011, p. 6).

A soma entre o Valor Adicionado Líquido e o Valor Adicionado Recebido em Transferência representa o Valor Adicionado total a Distribuir. Este é o valor que irá remunerar os agentes envolvidos na criação deste, os quais, conforme o CPC 09 (2011), deverão ser evidenciados, minimamente: Pessoal e encargos, relativo a remuneração direta ao pessoal, benefícios e FGTS relativo ao depósito vinculado à conta dos empregados; Impostos, Taxas e Contribuições, compreendendo apenas o que seja ônus do empregador e identificando a remuneração à Federação, aos Estado e ao Município; Remuneração de capital de terceiros, inclusas despesas financeiras, independente da origem, alugueis pagos ou creditados a terceiros e outras que tenham natureza semelhante; Remuneração de capitais próprios, incluindo juros sobre capital próprio, dividendos e lucros retidos para a manutenção das atividades da empresa.

## 2.3 ESTUDOS RELACIONADOS AO VALOR ADICIONADO

Para analisar o estado da arte de pesquisas sobre Valor Adicionado, foram criados 8 grupos temáticos e procedeu-se a alocação dos estudos em seus temas correspondentes. O resultado da quantificação dos estudos por este critério pode ser observado na Tabela 1.

**TABELA 1 – Quantidade de estudos por temática desenvolvida**

<b>TEMÁTICA</b>	<b>INTERNACIONAL</b>	<b>NACIONAL</b>	<b>TOTAL</b>	<b>%</b>
Análise de Desempenho	9	9	18	23%
Relevância	15	3	18	23%
Evidenciação	9	6	15	19%
Remuneração dos Agentes Econômicos	2	10	12	15%
Carga Tributária	0	7	7	9%
Análise Gerencial	1	4	5	6%
Limitações da DVA	1	2	3	4%
Bibliometria	0	1	1	1%
<b>TOTAL</b>	<b>37</b>	<b>42</b>	<b>79</b>	<b>100%</b>

### 2.3.1 Análise de desempenho

A temática Análise de Desempenho foi uma das mais desenvolvidas no período, com 18 (23%) dos estudos observados. Esta reúne estudos em que se buscou analisar desempenhos econômicos a partir de informações relacionadas ao valor adicionado ou elementos da DVA propriamente dita.

#### 2.3.1.1 Estudos internacionais

Entre os estudos de procedência internacional nesta temática, Riahi-Belkaoui e Pavlik (1994) desenvolveram e testaram um modelo que refletisse a influência da estrutura de propriedade no desempenho com base no valor adicionado. Como variáveis, utilizaram o valor adicionado, bem como *proxies* de estrutura de propriedade para as empresas. A partir de análise de regressão e do

banco de dados *Compustat*, no período de 1988, os autores constataram significativa relação entre valor adicionado e estrutura de propriedade. Adicionalmente, os autores atestaram a necessidade de se focar no valor adicionado como medida de desempenho, ao invés do lucro.

Em posterior estudo, Riahi-Belkaoui (1997) verificou a relação entre estratégia de diversificação de propriedade e a produtividade, a partir de uma medida de desempenho com base no valor adicionado. Neste sentido, as métricas utilizadas para tal análise foram o valor adicionado líquido e o crescimento anual dos ativos. Com base em análise de correlação em um recorte temporal de 1950 a 1978, o autor constatou que a produtividade tende a decrescer em empresas com composição vertical e aumentar em empresas com integração horizontal.

Com base na hipótese teórica de que o resultado da empresa é determinado pelo seu potencial de criação de valor, refletido pelo valor adicionado e o resultado do período anterior, Riahi-Belkaoui (1999) analisou empiricamente tal relação através de estimativas para o valor adicionado. As empresas utilizadas nesta investigação foram entidades com ações negociados na *New York Stock Exchange* (NYSE) e *American Stock Exchange* (AMEX), com recorte temporal entre 1976 e 1996. Através da técnica estatística de regressão, este autor chegou à conclusão que existe uma relação positiva entre o resultado do período atual e o valor adicionado líquido, também se observando tal constatação em relação ao resultado do período anterior.

Ainda com objetivo de analisar a qualidade do valor adicionado como métrica de desempenho econômico, Bao e Bao (1996) testaram empiricamente as propriedades em séries temporais do valor adicionado, análise que até então não havia sido realizada. Utilizaram neste estudo aplicações que indicassem uma aproximação ao valor adicionado criado pela empresa e análise de séries temporais, sendo os dados obtidos a partir do banco de dados *Compustat*. Com recorte temporal de 1966 a 1985, os autores chegaram à conclusão que um comportamento aleatório (*random walk process*) é o que melhor explica o comportamento do valor adicionado.

Ho e Williams (2003) investigaram a existência de relação entre as funções do conselho de administração e a performance econômica da empresa, a partir da utilização do conceito de valor adicionado. Para chegar à variável valor adicionado, os autores realizaram uma aplicação algébrica para aproximação a esta métrica no

período pesquisado. Utilizaram 286 empresas listadas na África, Suécia e Reino Unido no ano de 1998, aplicando testes de correlação e regressão. Concluíram sobre a inexistência de associação entre o valor adicionado e a estrutura do conselho de administração.

Lähtinen e Toppinen (2008) estudaram a mudança econômica observada na indústria de serralheria Finlandesa. Para tanto, verificaram o possível efeito do valor adicionado e o desempenho em termos da relação custos-eficiência no desempenho de tais empresas. Utilizando como ferramenta estatística análise de regressão em um recorte temporal de 2000 a 2004, chegaram à conclusão que o custo-eficiência explica melhor o desempenho no curto-prazo, enquanto que o valor adicionado explica melhor o desempenho de tais empresas no longo prazo.

Tran, Grafton e Kompas (2009) desenvolveram um método para decompor as contribuições da produtividade, preço e porte no valor adicionado da empresa. Para o desenvolvimento deste estudo, utilizaram *proxies* para os valores objeto do estudo, inclusive para o valor adicionado. Com base em modelagem matemática e utilizando dados de empresas privadas de pequeno e médio porte, em um recorte temporal de 1996 a 2001, os autores constataram que o crescimento na produtividade, a partir do uso de bens de capital, resultou no valor adicionado das empresas analisadas.

Thomassen *et al.* (2009), com um banco de dados de 2005 referente a empresas de exploração, relacionaram o desempenho econômico e ambiental destas, identificando quais características influenciam nas diferentes naturezas de desempenho. Para tanto, os autores utilizaram um indicador denominado *Life Cycle Assessment* (LCA), bem como o valor adicionado bruto, submetendo tais métricas à estatística descritiva e correlação. Neste estudo, chegou-se à conclusão que o aumento na produção de leite por vaca, embora promova o aumento de produtividade e outros benefícios, contribui para o aumento a acidificação por hectare, resultando em ganhos econômicos e perdas em termos ambientais.

Buscando evidenciar o padrão de desigualdade econômica na Itália do final do século XIX para os dias atuais, Felice (2011) utilizou como parâmetro de avaliação econômica o conceito de valor adicionado com base em indicadores. Os períodos em que se procedeu tal análise foram 1891, 1911, 1938, 1951, 1971, 1981, 2001. As constatações da pesquisa indicaram que no final do século XIX as diferenças entre a região norte e sul da Itália não eram significativas. A tendência ao

distanciamento passou a ser observada entre 1911 e 1951, principalmente em função do crescimento da industrialização e produtividade.

#### 2.3.1.2 Estudos nacionais

Entre os estudos de procedência nacional, Miranda *et al.* (2002) investigaram a forma como o setor elétrico brasileiro estava evidenciando a Demonstração do Valor Adicionado, a partir de uma análise financeira. Para este estudo, utilizaram indicadores financeiros, com dados referentes a um recorte temporal de 1999 a 2000. Constatou-se que das 70 empresas pesquisadas, apenas 15 apresentaram a DVA no período. Além disso, estas não seguiram um padrão para elaboração desta demonstração. Por fim, os pesquisadores constataram que a importância atribuída à DVA não era tão significativa quanto aquela dispensada ao Balanço e à DRE.

Lopes da Silva, Santos e Chan (2003) evidenciaram os impactos da privatização de empresas, sob a luz do da Demonstração do Valor Adicionado (DVA). A partir de estatística descritiva nos elementos da DVA, esta obtida a partir do banco de dados mantido pela FIPECAFI para classificação das maiores e melhores empresas, em um recorte temporal de 1995 a 2002, os autores constataram melhora significativa acerca da geração de riqueza com a privatização. Contudo, observou-se redução expressiva da distribuição ao pessoal nas empresas privatizadas, em comparação às estatais.

Oliveira e Lima (2003) contribuíram com evidência empírica sobre a performance “antes-depois” para companhias brasileiras que passaram pelo processo de privatização. Utilizaram como variáveis quocientes extraídos da DVA e atestaram a diferença significativa a partir do teste de diferença de medianas. Com um recorte temporal de 1991 a 2000, estes autores também constataram desempenho superior com o processo de privatização, principalmente em função do aumento da receita e redução de despesas. Quanto à distribuição, o primeiro beneficiado com a privatização foi o acionista e, em segundo lugar, o governo.

Bettiol Junior, Barbieri e Martins (2005) investigaram como é formado e demonstrado o resultado de instituições sem fins lucrativos, quando utilizam a exploração de atividades comerciais e serviços como forma de obtenção de

recursos. Com dados da Fundação Carlos Alberto Vanzolini em um recorte temporal de 2001 a 2002, os autores chegaram à conclusão que a abordagem tradicional de apuração de resultados é restrita, reconhecendo-se apenas as despesas e custos das atividades sociais. Para entidades com estas características, os autores sugerem a utilização da DVA como instrumento para evidenciar a geração e distribuição do valor adicionado.

Lima e Corrar (2006) investigaram se existem diferenças significativas no desempenho das empresas quanto ao crescimento do lucro líquido ajustado, rentabilidade do patrimônio líquido ajustado e riqueza criada. Para tanto, utilizaram os componentes de demonstrações contábeis, dentre elas a DVA, e teste não paramétrico de Mann-Whitney. A base de dados foi obtida junto à FIPECAFI, do banco de dados das publicações da Editora Abril, em um recorte temporal de 2005. Os autores constataram que as empresas apontadas como melhores para se trabalhar apresentam desempenho melhor, quando comparadas às demais.

Santos *et al.* (2008), com o intuito de demonstrar o processo de formação e distribuição de riqueza em instituições sem fins lucrativos, utilizaram como base a DVA e seus componentes, realizando uma análise descritiva a partir de indicadores. A partir de dados da Fundep no período de 2005, chegaram à conclusão que a formação de riqueza se dá a partir de doações, contribuições, aplicações financeiras e prestação de serviços. Por outro lado, a maior parte da riqueza gerada é distribuída para colaboradores.

Smith e Cia (2008) em estudo cujo objetivo consistiu em apresentar a DVA como ferramenta para mensurar a perda de valor adicionado em sociedades em processo de troca de estados e municípios, realizou aplicação de *proxies* da DVA a partir da DRE. Com dados das empresas filiadas ao sindicato de calçados de Franca, em um recorte temporal de 2005 a 2006, os autores constataram que a mudança gerou perda de valor adicionado para as empresas pesquisadas, uma vez que neste estudo constatou-se perda de 62,3 milhões de reais no processo de troca de localização.

Outro estudo classificado nesta temática foi a tese de Bispo (2009), cujo objetivo foi avaliar os efeitos dos incentivos fiscais concedidos às empresas da Zona Franca de Manaus no desempenho relativo à criação e distribuição de riquezas. Para tanto, levantou indústrias que divulgaram suas respectivas DVAs no período de 2003 a 2007, junto ao banco de dados mantido pela FIPECAFI para classificação

das maiores e melhores empresas, e aplicando testes de regressão e testes de diferença de médias. Ao final das análises, o autor chegou à conclusão que o desempenho das empresas com incentivos fiscais criaram menos riqueza, e sua distribuição aos empregados e proprietários também foi menor. Contudo, existiram resultados positivos, uma vez que a parcela destinada ao governo foi beneficiada.

Almeida *et al.* (2009), por sua vez, avaliaram, com base na Demonstração do Valor Adicionado, qual a capacidade de produção de valor da empresa Petróleo Brasileiro S.A. (PETROBRAS), bem como a forma de sua distribuição, no período de 1998 a 2007. Para tanto, pesquisaram relatórios publicados por esta empresa no período em questão, e procederam a análise com base em indicadores extraídos a partir dos dados da DVA. Chegaram à conclusão que 93% da riqueza foi gerada pela própria empresa, sendo 59,39% destinada para o Governo, 14,8% para instituições financeiras, 12,8% para o capital próprio, e 7,8% para os empregados.

### 2.3.2 Relevância

Outra temática mais observada no resgate em questão foi Relevância, com 18 (23%) dos estudos observados. Este agrupou estudos que buscaram atestar a relevância de dados relativos ao valor adicionado para o mercado de valores mobiliários. Dentre os 18 estudos localizados nesta temática, 15 são de proveniência internacional e 3 de proveniência nacional.

#### 2.3.2.1 Estudos internacionais

Entre os estudos de procedência internacional nesta temática, Bannister e Riahi-Belkaoui (1991) pesquisaram a capacidade do valor adicionado de evidenciar diferenças entre companhias-alvo e suas indústrias, e explicar os retornos anormais das companhias durante o período de *takeover*. A partir da base de dados *Compustat*, em um recorte temporal de 1977 a 1989, os autores levantaram dados sobre o valor adicionado, retornos no período de *takeover* e retornos anormais, tratando estes a partir de estatística descritiva e regressão. Como resultado, os autores constataram que as companhias-alvo apresentaram média e mediana de

índice de valor adicionado sobre ativos inferior à média das indústrias no período precedente ao *takeover*. Neste sentido, o valor adicionado foi considerado uma ferramenta poderosa para a avaliação da performance das empresas.

Posteriormente, Riahi-Belkaoui (1993) verificou o conteúdo informativo, relativo e incremental, do valor adicionado, resultado e fluxo de caixa nos Estados Unidos. Os dados foram levantados a partir do banco de dados *Compustat*, em um recorte temporal de 1981 a 1987. As variáveis trabalhadas neste estudo foram o retorno da ação, valor adicionado, resultado e fluxo de caixa, analisadas a partir de regressão. Os resultados encontrados pelo autor indicam maior conteúdo informacional por parte do valor adicionado, em comparação tanto ao resultado do exercício quanto informações de fluxo de caixa.

Riahi-Belkaoui (1996), em nova investigação sobre o poder explicativo do resultado e do valor adicionado no retorno das ações, coletou variáveis a partir do banco de dados *Compustat* em um recorte temporal de 1981 a 1990, tratando estes a partir de um modelo não linear. Em função dos resultados obtidos, o autor chegou à conclusão favorável sobre a adoção da DVA nos Estados Unidos. Sobre o modelo, os autores chegaram à conclusão que este possui um poder explicativo maior quando os retornos contábeis são explicitados a partir das mudanças relativas no valor adicionado, e quando a relação não é linear, mas sim uma função côncavo-convexa.

Riahi-Belkaoui e Ahmed (1994), em estudo cujo objetivo consistiu em atestar a utilidade do valor adicionado líquido na explicação do retorno das ações de uma amostra de empresas norte-americanas, coletaram dados de valor adicionado e preço das ações destas companhias a partir do banco de dados *Compustat*. O recorte temporal deste estudo ocorreu entre 1982 e 1991, sendo os dados submetidos à análise de regressão. Os autores chegaram à conclusão que os valores atuais e anteriores de valor adicionado, ou as movimentações atuais e anteriores em tais valores estão associados ao preço das ações, indicando relevância destes dados aos investidores.

No mesmo ano, Riahi-Belkaoui e Picur (1994) verificaram se a variável valor adicionado tem potencial explicativo superior ao resultado da DRE, para explicar o retorno de valores mobiliários. Para esta análise, utilizaram dados de valor adicionado e de resultado, a partir do banco de dados *Compustat*, de empresas integrantes da NYSE e AMEX, em um recorte temporal de 1979 a 1983. Os

resultados de tal análise apontaram o potencial explicativo maior do valor adicionado nas movimentações dos retornos de valores mobiliários das companhias norte-americanas que evidenciaram tais informações.

Posteriormente, Riahi-Belkaoui e Picur (1999) desenvolveram estudo com o objetivo, primeiramente, de confirmar a validade descritiva do modelo de Feltham e Ohlson (1995), bem como evidenciar que uma substituição da mensuração de resultado pelo valor adicionado líquido provê uma melhor validade descritiva ao modelo do que o convencionalmente desenvolvido. A partir de dados obtidos do banco de dados *Compustat* em empresas da NYSE e AMEX, num recorte temporal de 1978 a 1995, os autores chegaram à conclusão que o modelo com base no valor adicionado representa uma grande valorização no preço das ações. Desta forma, precisa ser considerado em pesquisas de mercado como uma alternativa à mensuração convencional de resultado.

Evraert e Riahi-Belkaoui (1998) realizaram uma revisão de estudos e literaturas que descrevem os benefícios e limitações de informações relacionadas à Demonstração do Valor Adicionado nos Estados Unidos. Neste sentido, a análise realizada foi teórica, com base em pesquisas bibliográficas, chegando os autores à conclusão que estudos empíricos tem se mostrado favoráveis quanto à adoção da DVA nos Estados Unidos, uma vez que os custos para sua elaboração são pequenos e os benefícios são consideravelmente elevados.

Bao e Bao (1998) analisaram a utilidade de dois elementos de mensuração de desempenho econômico: valor adicionado e retornos econômicos extraordinários. Com base em dados da DVA e da DRE, levantados a partir do banco de dados *Compustat* no período de 1992 a 1993, concluíram que os resultados não atestam relação entre resultado e retornos extraordinários, mas corroboram a relação com o valor adicionado. Esta última variável apresentou significância em todos os níveis de mudança apresentadas pelos preços.

Haller e Stolowy (1998) desenvolveram estudo cujo objetivo consistiu em verificar as diferentes utilidades do valor adicionado em diversas áreas da contabilidade, na Alemanha e na França. Com base na DVA das 100 maiores companhias nos dois países, os dados foram trabalhados na forma de indicadores. Como resultado, o artigo demonstrou consideráveis discrepâncias na definição e previsão do uso do valor adicionado e seu efetivo uso em diferentes contextos.

Van Staden (1998) verificou empiricamente se a Demonstração do Valor Adicionado, apresentada em ampla escala por companhias sul-africanas, é efetivamente utilizada por usuários sul-africanos das demonstrações contábeis. Aplicaram-se questionários em diversos *stakeholders* (empresa, empregados, investidores), no período de 1997, sendo estes dados trabalhados a partir de análise descritiva. O autor constatou que os usuários não atribuíam significativo valor para a demonstração, fazendo pouco uso desta. Adicionalmente, atestaram que a demonstração, conforme evidenciada na África do Sul, possui características que impactam negativamente sua utilidade.

Em posterior estudo, Van Staden (2000) investigou se a apresentação da Demonstração do Valor Adicionado constitui-se em uma evidenciação importante para as companhias ao redor do mundo. Para isto, analisando a experiência sul-africana através de discussão teórica, o autor chegou à conclusão que a evidenciação é mais justificada por teorias de contabilidade social do que por teorias de mercado. Como consequência, as empresas tendem a apresentar informações de valor adicionado mais em função de aspectos trabalhistas, e não como ferramenta gerencial. Neste contexto, a falta de regulamentação acerca desta demonstração é um dos principais motivos para a falta de importância atribuída à demonstração.

Ainda nesta linha de investigação, Van Staden (2003) contribuiu para a compreensão sobre o alto nível de evidenciação da DVA, até então adotada pela África do Sul. A partir de situações constatadas no ambiente sul-africano, com base em pesquisa bibliográfica, este chegou à conclusão que a teoria da legitimidade e da política econômica, esta última relacionada à teoria da contabilidade, apresentam explicações plausíveis para a motivação dos gerentes em manter um nível elevado de evidenciação do valor adicionado.

Firer (2004) desenvolveu estudo com o objetivo de evidenciar empiricamente da relevância do valor adicionado e resultado. A partir da DVA e da DRE de empresas públicas na África do Sul, em um recorte temporal de 2001 a 2002, os autores analisaram os dados a partir de correlação, regressão, Análise de Variância (ANOVA), e atestaram a relevância das informações a partir do coeficiente de determinação ( $R^2$ ). Como resultado, o autor constatou que o valor adicionado é estatisticamente significativo para explicar a performance das empresas, embora o

resultado do período possua maior poder explicativo para as variações do preço da ação e fluxo de caixa.

Mandal e Goswami (2008) verificaram como e em que extensão a DVA poderia prover informações adicionais para atender a todos os *stakeholders* da empresa. Neste estudo, os autores utilizaram dados do resultado do período e da Demonstração do Valor Adicionado, utilizando como ferramentas estatísticas análise de séries temporais, análise de regressão e análise por quocientes. Os dados para análise foram obtidos da empresa *Bharat Heavy Eletricals Limited*, entre os anos de 1999-2000 e 2006-2007. Como resultado, os autores chegaram à conclusão que embora a DVA seja uma ferramenta útil para auxiliar na tomada de decisão, esta se encontra em uma etapa inicial na contabilidade gerencial. A principal razão apontada pelos autores está na pequena validade atribuída a esta demonstração, em função dos critérios para sua elaboração não estarem plenamente claros para os usuários, em comparação às demonstrações tradicionais. Neste sentido, na visão dos autores, promover a disseminação do conceito e das formas de apuração da DVA poderia contribuir para o valor atribuído pelos usuários às informações reportadas nesta demonstração.

No estudo desenvolvido por Stainbank (2009), o objetivo consistiu em verificar o motivo de companhias Sul-Africanas continuarem a publicar DVAs de forma voluntária, identificando se tais informações agregavam algum valor. O autor realizou uma pesquisa com base em questionário e análise de estatística descritiva no ano de 2005. Os resultados deste estudo apontaram que as companhias continuam a publicar a DVA por apresentar informações que justificam sua existência, embora não atribuam muito valor a esta demonstração.

### 2.3.2.2 Estudos nacionais

No âmbito nacional, a temática em questão é representada pelo estudo de Cosenza (2003), o qual buscou esclarecer aspectos inerentes à DVA, apresentando conceitos relativos à sua utilidade para o processo de análise dos usuários que não participam diretamente da gestão da empresa. Com base em pesquisa bibliográfica, bem como discussão teórica sobre os aspectos da DVA, o autor constatou que a DVA é um instrumento importante em análises, principalmente por parte dos usuários externos à empresa.

Análise empírica sobre esta questão foi desenvolvida por Scherer (2006), cujo objetivo foi verificar se o Valor Adicionado evidenciado pelas companhias abertas era relevante para os investidores da BM&FBOVESPA. Para o desenvolvimento desta pesquisa, os dados foram levantados do Banco de Dados da FIPECAFI para classificação das maiores e melhores empresas, com recorte temporal entre 2000 e 2004. Estes foram submetidos à análise de regressão para a obtenção de evidências estatísticas. Como resultado, observou-se que as informações da DVA são relevantes para os investidores, sendo maior a relevância para empresas com níveis diferenciados de Governança Corporativa, com relação à rentabilidade em ações preferenciais. O estudo de Scherer (2006) identifica-se amplamente com o estudo proposto nesta pesquisa, tanto em relação à proposta quanto em relação às ferramentas utilizadas para análise. No presente estudo, porém, busca-se atestar a relevância dos itens de geração e distribuição do valor adicionado na rentabilidade das ações, enquanto que no estudo de Scherer a relevância testada consistiu no valor adicionado propriamente dito. Este é o aspecto que atribui avanço aos achados de pesquisa. Uma vez que no estudo de Scherer se constatou relevância nas informações sobre o valor adicionado aos investidores da BM&FBOVESPA, é importante analisar se existe diferença quanto à relevância atribuída pelo investidor a cada natureza de informação que se associa à geração ou distribuição deste valor.

Borges Júnior, Freire e Fernandes (2010) analisaram empiricamente a relação existente entre o desempenho financeiro das empresas e os quocientes de distribuição do valor adicionado. Utilizando os preços de fechamento das ações e quocientes da DVA, a partir de dados obtidos na BM&FBOVESPA, entre os anos de

2007 e 2009, os autores não encontram relação significativa entre as variações nos preços das ações e tais índices.

### 2.3.3 Evidenciação

A terceira das temáticas mais pesquisadas, com 15 dos 79 estudos pesquisados (19%) consistiu na Evidenciação, reunindo trabalhos que apresentaram preocupações teóricas ou empíricas com a estruturação da DVA, o conteúdo informativo da mesma, sua importância no reporte relativo a informações de caráter social e outros de natureza semelhante. Dentre os estudos classificados nesta temática, 9 são de procedência internacional e 6 de procedência nacional.

#### 2.3.3.1 Estudos internacionais

Em termos internacionais, Morley (1979) relacionou a estrutura da DVA com a teoria dos membros da companhia, contrastando esta demonstração com a DRE. A discussão desenvolvida por este autor foi teórica, apresentando a relação entre o resultado do exercício e a formação e distribuição do valor adicionado. Este pesquisador chegou à conclusão que, de muitas formas, a DVA não representa uma significativa inovação. Neste sentido, os possíveis benefícios que podem advir de tais informações são melhoras no comportamento e motivação, fatores estes que são de difícil constatação em estudos empíricos.

Meek e Gray (1988) sumarizaram as principais questões relacionadas ao valor adicionado, advogando que esta demonstração deveria ser considerada por companhias norte-americanas em seus relatórios anuais. A partir de conceitos e bibliografias, trabalhadas a partir de discussão teórica, os autores chegaram à conclusão que esta demonstração apenas será confiável na medida em que estiver fundamentada em bases contábeis. Adicionalmente, chegaram à conclusão que a DVA trata-se de uma demonstração de fácil compreensão e que os custos para sua elaboração não são significativos.

Em mesmo sentido, Van Staden (2001) verificou as motivações para evidenciação voluntária da DVA, para examinar aspectos da utilidade do valor

adicionado. A partir de questionário aplicado a *stakeholders* na África do Sul, cujos dados foram analisados a partir de estatística descritiva, o autor chegou à conclusão que a evidenciação voluntária não satisfaz, necessariamente, a demanda por informações para os usuários previstos. Adicionalmente, o autor destaca a desconfiança sobre os dados que são reportados na DVA.

Ao verificar o desaparecimento da DVA no Reino Unido, Pong e Mitchell (2005) buscaram explicações mais completas para este fenômeno, prevendo que provavelmente tal explicação estivesse no conteúdo informacional da demonstração em si. Com base em conceitos a partir de pesquisa bibliográfica, os autores chegaram à conclusão que o conteúdo da DVA não foi suficientemente atrativo para os usuários, a ponto de manter a evidenciação voluntária por parte das empresas.

Além do estudo supramencionado, é possível destacar o artigo de Arangies *et al.* (2008), cujo objetivo foi comparar as DVAs publicadas pelas empresas listadas na *JSE Securities Exchange*, no período de 1997 a 2005, com o modelo padrão da *University of Stellenboch* (USB). O objetivo estava em verificar a quantidade de diferenças entre o modelo e a demonstração reportada por tais empresas. Tal estudo resultou no encontro de diferenças entre as estruturas adotadas, principalmente no que concerne às alocações equivocadas na DVA, bem como diferenças de interpretação.

Kroetz e Neumann (2008) pesquisaram na literatura subsídios que auxiliassem na melhor compreensão da DVA, em termos de geração e distribuição de valor. A partir de conceitos obtidos a partir de pesquisa bibliográfica, analisando tais dados a partir de discussão teórica, chegou-se à conclusão do potencial informativo desta demonstração para os *stakeholders* e a necessidade de ampliação da proposta de apresentação desta demonstração contábil.

Ianniello (2010) verificou algumas das questões teóricas sobre a divulgação da Demonstração do Valor Adicionado como evidenciação voluntária no processo de comunicação contábil. Analisando companhias italianas listadas na *Italian Stock Exchange* no ano de 2003, os autores chegaram à conclusão que 50% das companhias apresentaram a DRE rearranjada, de forma a apresentar o valor econômico agregado no período. A forma como tal riqueza foi distribuída, porém, foi apresentado por poucas destas companhias (1,42%). Finalmente, atesta o autor que o futuro da divulgação da DVA dependerá da evolução do contexto político, econômico e social.

Nesta temática, ainda em termos internacionais, também se classificam os artigos de Sharma (2009) e Laubscher e Shuttleworth (2004), os quais não são artigos científicos, mas refletem opinião sobre a performance social através da Demonstração do Valor Adicionado e o motivo para a evidenciação voluntária.

#### 2.3.3.2 Estudos nacionais

Em âmbito nacional, Dolabella (1992) explanou a necessidade de fazer a contabilidade ser observada a partir de uma nova teoria, bem como utilizar o conceito de valor adicionado em substituição ao lucro. Através de conceitos a partir de pesquisa bibliográfica, analisados com base em discussão teórica, o autor destacou a necessidade de interação da empresa com todos os agentes econômicos que contribuíram para a criação do valor. Destacou também a inexistência de regulamentação para a elaboração da DVA no Brasil.

Santos, Freire e Malo (1998) evidenciaram o atual estágio, no que se refere à elaboração, finalidade e divulgação das informações do Balanço Social, inclusive a DVA. Conceitos a partir de pesquisa bibliográfica foram destacados, levando os autores à conclusão sobre a necessidade de aperfeiçoamento da DVA para evitar improvisações em sua apresentação. Além disso, os autores enfatizaram a necessidade de se adaptar as demonstrações atuais para que atentem mais aos aspectos sociais.

Por outro lado, Ribeiro e Cunha (2003) atestaram o poder de aferição da DVA quanto às informações de geração e distribuição do valor adicionado. A partir das informações presentes no banco de dados mantido pela FINECIFI para classificação das maiores e melhores empresas, de 1996 a 2000, foram obtidos os componentes da DVA e analisados com base em estatística descritiva. Os autores atestaram a importância da DVA, atribuindo a esta demonstração força própria e informações por si só úteis e conclusivas. Ademais, atribuíram aos indicadores obtidos a partir desta demonstração caráter de excelente métrica de distribuição de riqueza, embora não invalidem os indicadores tradicionais.

Oliveira e Alves (2003) verificaram o estágio de evidenciação da DVA e realizaram uma comparação com os resultados obtidos acerca do assunto em outros estudos. Para tanto, analisaram a quantidade de publicações da DVA, os

componentes de tal demonstração e conceitos obtidos a partir de Bibliografias. Os dados, relativos ao ano de 2002 e obtidos junto ao Jornal Gazeta Mercantil, foram tratados a partir de estatística descritiva e pesquisa bibliográfica. Atestou-se um crescimento no número de empresas que publicavam a DVA, bem como a falta de consenso da localização desta em meio às demais demonstrações. Adicionalmente, atestou-se crescimento na parcela destinada à remuneração de capital de terceiros e queda no que foi destinado ao governo.

De Luca *et al.* (2006) investigaram o comportamento de organizações distribuidoras de energia elétrica da região nordeste, privatizadas em meados dos anos 90, no âmbito da responsabilidade social. A partir de indicadores da DVA no período de 2004, analisados a partir de estatística descritiva, os autores chegaram a resultados que indicaram falta de uniformidade nos investimentos.

Fregonesi (2009), por sua vez, investigou as condições sob as quais investimentos socioambientais deveriam ser evidenciados como distribuição do valor adicionado na DVA. Realizou, para tanto, análise teórica a partir de pesquisa bibliográfica, bem como análise de conteúdo relativa aos relatórios de sustentabilidade apresentados pelas empresas, no período de 2007. Como resultado, o autor propõe a inclusão de uma linha na DVA, na parte que diz respeito à distribuição dos recursos, que contemple os aspectos socioambientais.

#### 2.3.4 Remuneração dos agentes econômicos

Em quarto lugar, quanto ao número de estudos por temática, encontra-se Remuneração dos Agentes Econômicos, com 12 das 79 observações (15%). Este grupo temático reúne estudos sobre as principais características da distribuição do valor adicionado aos agentes econômicos, seja em um grupo de empresas (setores, tamanho etc.) ou entidades em específico. Dos 12 estudos classificados em tal temática, 2 são de procedência internacional e 10 de procedência nacional.

#### 2.3.4.1 Estudos internacionais

Dentre os estudos internacionais, Gallizo, Gargallo e Salvador (2002) evidenciaram as tensões que surgem entre os agentes produtivos na distribuição da riqueza gerada. A partir de componentes da DVA, obtidos das empresas de transporte de equipamentos fabris, em um recorte temporal de 1983 a 1996, utilizou-se como ferramenta de análise a correlação e análise de componentes principais. Como resultado, os autores encontraram 1 fator que explica 92% da variação residual, contendo as tensões presentes no setor analisado. A maior tensão foi sofrida em 1993, causada pela crise que afetou grande quantidade de setores, em especial o setor de veículos. Num contexto dinâmico, os autores encontraram uma medida para o grau de tensão interna nas companhias, identificando a existência de objetivos diferentes na distribuição no valor adicionado.

Aswegen, Steyn e Hamman (2005), a partir de componentes da DVA, buscaram verificar se ocorreram mudanças evidentes no percentual de valor adicionado, em relação às vendas, e em um segundo momento, na distribuição do valor adicionado entre diferentes grupos de *stakeholders*. Com dados das empresas listadas na *JSE Securities Exchange* no período de 1990 a 2002, os dados foram submetidos à estatística descritiva e teste de diferença de medianas *Kruskal-wallis*. Como resultado, os autores atestaram que seis índices de valor adicionado apresentaram diferenças significativas em, pelo menos, dois anos.

#### 2.3.4.2 Estudos nacionais

Entre os estudos nacionais está o trabalho de Cunha (2002), cujo objetivo foi verificar se existe relação entre a riqueza gerada pela empresa e sua distribuição para os funcionários, utilizando como principal ferramenta a DVA. Os dados foram obtidos a partir do banco administrado pela FIPECAFI para classificação das maiores e melhores empresas, com período de 1996 a 2000. Estes foram submetidos à análise de estatística descritiva e análise de correlação. Como resultado, não existiu relação entre a riqueza gerada pela empresa e sua distribuição aos funcionários, ou seja, aumentos na riqueza gerada não tendem a gerar, necessariamente, incremento na distribuição direcionada aos empregados.

Cosenza, Gallizo e Jimenez (2002) exploraram os aspectos relevantes da informação do valor adicionado, considerando sua importância em relação ao caráter social. Com base nos componentes da DVA das 10 mais representativas siderúrgicas, em um recorte temporal de 1996 a 2000, bem como a partir de análise fatorial, descobriram-se diferentes pressões em relação aos diferentes participantes da estrutura de distribuição do valor adicionado. Adicionalmente, atestaram a importância da DVA a fim de atender a aspectos de informações de caráter social.

Chan, Martins e Slomski (2003) testaram a hipótese de que no período de 1998 a 2002, a estrutura de distribuição de renda das empresas do setor de serviços públicos pode ser diferente em função da influência do controle acionário e do porte das organizações. Com base no banco de dados mantidos pela FIPECAFI para classificação das maiores e melhores empresas, dados da DVA foram coletados e examinados a partir de análise de cluster, Mann-Whitney e Kruskal-Wallis. Como resultado, os autores concluíram que as empresas privadas não tendem a remunerar mais os acionistas e o governo do que empresas estatais, embora estas últimas destinem maior percentual para pessoal em relação às empresas privadas.

Ribeiro e Santos (2004) verificaram como as empresas de energia elétrica financiaram seus ativos e qual a relação entre financiadores e os valores de suas respectivas remunerações. Para tal análise, extraíram índices a partir da DVA com o auxílio do banco de dados da FIPECAFI para classificação das maiores e melhores empresas, em um recorte temporal de 1998 a 2002, e analisaram os dados com base em estatística descritiva. Como resultado, os autores constataram a existência de endividamentos crescentes com custos elevados, desequilíbrio entre a remuneração de capital de terceiros e capital próprio, bem como criação de riqueza crescente, embora o nível de ativos para sua criação tenha sofrido reduções.

Cunha, Ribeiro e Santos (2005) avaliaram o poder de aferição da DVA no que concerne à formação de riqueza e sua distribuição aos agentes econômicos que ajudaram a criá-la. Com base nos componentes da DVA, obtidos a partir do banco de dados mantido pela FIPECAFI para classificação das maiores e melhores empresas, em um recorte temporal de 1999 a 2003, e análise com base em índices e estatística descritiva, os autores chegaram à conclusão que a DVA trata-se de um excelente instrumento de análise, principalmente em termos de comparação. A demonstração possibilita verificar a forma como a riqueza criada foi distribuída aos agentes econômicos.

Coelho e Corrar (2005) verificaram a interdependência entre a apropriação da riqueza gerada pela empresa e a estrutura societária das grandes empresas brasileiras. Com base no banco de dados mantidos pela FIECAFI para classificação das maiores e melhores empresas, em um período compreendido entre 1998 e 2002, os pesquisadores utilizaram teste não paramétrico de *Mann-Whitney* e Regressão Logística para tratamento dos dados. Assim, os autores concluíram que não existem diferenças significativas de práticas de governança financeira entre empresas de capital aberto e fechado, sendo apenas constatados alguns indícios de diferenciação.

Santos, Chan e Lopes da Silva (2007) identificaram alguns possíveis impactos da privatização sobre a performance econômica das empresas. Tal análise centrou-se especificamente nos itens de distribuição aos agentes econômicos, em empresas presentes no banco de dados mantido pela FIECAFI para classificação das maiores e melhores empresas, em um recorte temporal de 1995 a 2005. A partir de estatística descritiva, os pesquisadores atestaram que todas as empresas melhoraram seu desempenho com o processo de privatização, enquanto que aquelas que não passaram por tal processo mantiveram-se praticamente estáveis. Adicionalmente, constatou-se que a remuneração destinada ao pessoal reduziu com o processo de privatização.

No mesmo ano, Chan, Lopes da Silva e Martins (2007), ao analisarem o efeito da propriedade do capital na contribuição da empresa para a sociedade, com base em dados da DVA, utilizaram testes de diferença de medianas e análise de *cluster*. Os dados foram obtidos a partir do banco de dados da FIECAFI para classificação das maiores e melhores empresas, do período de 1998 a 2002. Neste estudo, os autores chegaram à conclusão que a distribuição de riqueza entre empresas estatais e privadas não se modificou significativamente no período analisado. Atestou-se que as empresas estatais remuneraram mais aos empregados em termos de riqueza gerada, fato que não pode ser atribuído à suposta ineficiência de tais empresas, uma vez que a remuneração do capital próprio não foi significativamente diferente entre os períodos. Neste sentido, o que se remunera em menor nível, em se tratando de empresas estatais e privadas, é o governo ou capital de terceiros.

Pode-se, ainda neste grupo, citar o estudo de Boscov e Bispo (2009), cujo objetivo foi analisar a distribuição da riqueza criada pela empresa, para verificar se

existe diferença significativa entre indústrias, comércio e serviços. Utilizaram, para tanto, o bando de dados mantido pela FIPECAFI para classificação das maiores e melhores empresas, com um recorte temporal de 1997 a 2006, e aplicaram testes estatísticos de diferença de médias. Como resultado, os autores concluíram que o setor de serviços é o que mais remunera seus credores e menos remunera empregados. Além disso, existe diferença estatisticamente significativa entre comércio e serviços na remuneração de credores e lucros retidos. Por fim, grande diferença entre os setores foram constatadas, no que diz respeito à parcela de juros sobre o capital próprio e dividendos.

Dios e Llena (2009) verificaram as características do valor adicionado na Espanha, em especial à parcela destinada aos empregados e aos dividendos e reservas. A partir da base de dados Amadeus, em um recorte temporal de 2001 a 2005, os pesquisadores levantaram os componentes da DVA e analisaram a partir de estatística descritiva. Com a análise, os pesquisadores chegaram à conclusão que a remuneração de trabalhadores e a destinação para dividendos caminham em sentido opostos, ou seja, apresentam uma correlação negativa. Os autores atestam ainda que a DVA aumenta a visibilidade da empresa quanto à responsabilidade social.

### 2.3.5 Carga tributária

Em quinto lugar em número de estudos, segue a temática relativa à mensuração da Carga Tributária com base nos dados da DVA, com 7 dos 79 estudos levantados (9%). Todos estes estudos possuem procedência nacional.

#### 2.3.5.1 Estudos nacionais

Rodrigues Júnior (2003), em sua dissertação de mestrado, verificou a relação custo benefício, a partir de dados da DVA, na concessão de incentivos fiscais às empresas do setor têxtil, no ramo de fiação e tecelagem no estado do Ceará. Neste trabalho, foram analisadas duas empresas no ramo de fiação e tecelagem do estado do Ceará, em um recorte temporal de 1998 a 2000. Dados da

DVA destas duas empresas foram trabalhados de forma a se obter um Índice Custo-Benefício (IBC). Como resultado, o autor observou relação custo-benefício favorável para a região concessora de benefícios fiscais. Adicionalmente, o autor observou que o contínuo aumento dos custos pode estar sinalizando dependência ao incentivo fiscal concedido.

Santos e Hashimoto (2003) identificaram alguns pontos que devem ser considerados na elaboração da DVA e, principalmente, evidenciaram alguns aspectos da carga tributária efetivamente suportada pelas empresas. Utilizaram-se como variáveis do estudo indicadores extraídos da DVA, analisadas a partir de estatística descritiva, em um recorte temporal de 1996 a 2001. Os autores chegaram à conclusão que a carga tributária efetivamente suportada pelas empresas é consideravelmente superior àquela divulgada pelos órgãos governamentais. Além disso, os setores produtivos da economia possuem carga tributária maior que, por exemplo, o setor bancário.

Gallo (2007) verificou a existência de divergências significativas entre o enfoque fiscal e o enfoque contábil para a mensuração da carga tributária média efetiva, utilizando para o enfoque contábil DVA e DRE. Para verificar a existência de diferença significativa, o autor buscou os dados a partir do banco administrado pela FIPECAFI para classificação das maiores e melhores empresas, com um recorte temporal do período de 2001 a 2005. Tais dados foram submetidos a teste paramétrico de diferença de médias, bem como teste não-paramétrico, quando o primeiro não foi aplicável. Verificaram-se diferenças estatisticamente significativas entre o enfoque contábil e o fiscal para mensuração da carga tributária do período, e inclusive entre a apuração com base na DVA e na DRE.

Esta temática também foi foco do artigo desenvolvido por Vieira e Santos (2007), cujo objeto foi verificar se a riqueza distribuída ao governo difere entre as empresas cooperativas agropecuárias, em função das peculiaridades jurídicas atribuídas. Para tanto, realizaram um levantamento das empresas Cooperativas Agropecuárias e Cooperativa não-agropecuárias, em um intervalo de 2000 a 2005, aplicando sobre os dados a análise estatística de diferença de médias. Como resultado, não houve indícios de diferença significativa entre os anos pesquisados.

Tinoco e Moraes (2008) em estudo cujo objetivo foi pesquisar, analisar e evidenciar através da DVA a carga tributária e a distribuição de riqueza explicitada por empresas aos seus parceiros sociais, analisaram três empresas com relatórios

anuais publicados, quais sejam a Petrobrás, Banco Itaú e Sadia, no ano de 2004 a 2007. Através de estatística descritiva e análise por indicadores, os autores chegaram à conclusão que na DVA evidenciou-se de forma transparente o valor agregado pelas corporações, bem como a forma como foi distribuída aos parceiros sociais.

Bispo, Calijuri e Lima (2009), por outro lado, analisaram se existem diferenças estatisticamente significativas na carga tributária, conforme os diversos setores econômicos em que as empresas atuam. Obteve-se a base de dados a partir do banco administrado pela FIPECAFI para classificação das maiores e melhores empresas, em um recorte temporal de 2001 a 2005. A análise foi realizada com base na razão entre o valor de impostos evidenciado na DVA e valor adicionado, a classificação setorial da empresa e o nível de receita. Os dados foram estatisticamente testados a partir de testes de diferença de médias e de medianas. Os autores chegaram à conclusão que existem diferenças significativas na carga tributária entre os setores econômicos. Por outro lado, cinco grupos de diferentes tamanhos apresentaram carga tributária estatisticamente igual.

### 2.3.6 Análise gerencial

Tem-se, ainda, que 5 dos 79 estudos (6%) preocuparam-se com as informações relativas à DVA para fins de Análise Gerencial, ou seja, auxílio à gestão da empresa por parte do administrador. Apenas 1 estudo desta natureza tem procedência internacional, enquanto 4 são de procedência nacional.

#### 2.3.6.1 Estudos internacionais

O estudo de procedência internacional foi o desenvolvido por Fagundes *et al.* (2008), cujo objetivo foi evidenciar a importância da DVA como ferramenta gerencial em uma cooperativa de crédito rural. Para o desenvolvimento de seu estudo, realizou coleta de dados da entidade Sicredi Grande Santa Rosa, relativa ao período de 1999 a 2006, e realizou análise por índices financeiros da DVA. Concluiu-

se, desta forma, que a DVA contribui para subsidiar as tomadas de decisões gerenciais.

#### 2.3.6.2 Estudos nacionais

Em relação aos estudos nacionais, Ferreira da Silva *et al.* (2001), ao tentarem propor a DVA como um instrumento gerencial de medição de desempenho, utilizaram os componentes desta demonstração a partir de dados no Jornal Gazeta Mercantil no ano de 2001. Atestaram, pois, a DVA como um forte instrumento de medição de desempenho, apontando como principal dificuldade a sua falta de padronização.

Em mesma linha de Raciocínio, Ramos (2001) analisou bibliograficamente a relevância do Balanço Social e da DVA como instrumentos gerenciais. Os resultados desta pesquisa foram o reforço do Balanço Social, bem como da DVA, como instrumentos relevantes para que as empresas atendam a seus objetivos sociais, bem como de gestão econômica.

Quintana, Serafin e Saurin (2003) também investigaram empiricamente a importância da utilização da DVA e da DFC como instrumentos de informação gerencial. Analisaram, para tanto, indicadores a partir das demonstrações da Empresa Transmissora de Energia Elétrica do Sul do Brasil – Eletrosul, entre os anos de 2001 e 2003. Os autores chegaram à conclusão que informações da DFC revelam condições de solvência e liquidez da empresa, enquanto que a DVA identifica as riquezas geradas e sua distribuição pela empresa, corroborando com a previsão teórica sobre o assunto.

Destaca-se também a dissertação de Vieira (2004), cujo objetivo foi a proposição de um modelo de análise gerencial que auxiliasse na gestão empresarial. Informações para o desenvolvimento deste estudo foram obtidas a partir da *internet*, relativas ao período de 1999 a 2001, com análises essencialmente a partir de indicadores financeiros e pesquisa bibliográfica. Com esta pesquisa, o autor concluiu a respeito da utilidade da DVA como instrumento de gestão, e que o modelo desenvolvido poderia servir como auxílio à obtenção de informações relevantes para o processo de gestão.

### 2.3.7 Limitações da DVA

A penúltima temática pesquisada, com apenas 3 dos 79 estudos (4%), procurou explicar as Limitações existentes na DVA, conceituais ou estruturais. Nesta temática, 1 estudo foi de procedência internacional e 2 de procedência internacional.

#### 2.3.7.1 Estudos internacionais

O trabalho de procedência internacional foi de Riahi-Belkaiou e Fekrat (1994), onde verificaram empiricamente os méritos de indicadores de desempenho com base em números provenientes da DVA, regime de competência e Demonstração dos Fluxos de Caixa. Para esta análise, utilizou-se do Valor Adicionado por Ação, Resultado por ação e Fluxo de Caixa por ação. A partir de estatística descritiva e do banco de dados *Compustat*, em um recorte temporal de 1981 a 1990, os autores constataram que informações com base no valor adicionado possuem pequena variabilidade e grande consistência, em comparação às demais métricas pesquisadas.

#### 2.3.7.2 Estudos nacionais

Quanto aos estudos de procedência nacional, o artigo de Siqueira (2007) consistiu em uma análise teórica e bibliográfica relativa às ambiguidades que surgem dos números que compõem a DVA, limitações do instrumento, controvérsias e informações complementares que auxiliem no valor atribuído as suas informações. O resultado deste estudo foi a observação de Limitações Conjunturais, relativa à falta de padronização, bem como limitações estruturais, como a incompatibilidade entre Nível de Valor Adicionado e Responsabilidade Social, Níveis Salariais elevados por conta de empregados da família controladora, e elevados níveis de dividendos em empresas com controle concentrado.

Vieira (2010) analisou das verdades e mitos na interpretação da DVA. Foram levantados dados da DVA no banco de dados mantido pela FIPECAFI para classificação das maiores e melhores empresas, referente ao período de 2004 a 2009, e aplicada técnica de Correlação de *Sperman*. Constatou-se a existência de correlação positiva e moderada entre o Lucro e o Valor Adicionado, bem como relacionamento estatístico entre a remuneração dos empregados e destinação aos acionistas. Adicionalmente, a inconstância do comportamento das Distribuições do Valor Adicionado consistiu em mais um achado de pesquisa.

### 2.3.8 Bibliometria

Por fim, 1 estudo nacional apresentando um levantamento bibliométrico foi localizado, direcionado às abordagens metodológicas adotadas na elaboração de estudos científicos sobre a DVA. Este foi caracterizado pelo estudo de Nossa, Fiório e Sgarbi (2006), cujo objetivo foi verificar as metodologias e técnicas de pesquisa em estudos sobre Balanço Social e Demonstração do Valor Adicionado, entre o período de 1997 a 2005. As fontes de pesquisa foram periódicos nacionais e programas de pós-graduação, chegando-se ao resultado de que no período não foram encontrados estudos empíricos e positivos, sendo encontrado 3% de estudos fenomenológico-hermeneuta, 6,5% na abordagem sistêmica, 35,5% crítico-dialética, 26% funcionalistas e outras classificações com 29%. Além disso, outro achado desta pesquisa consistiu em que 56% das pesquisas não atenderam aos requisitos relatório-técnico-científico.

### 2.3.9 Considerações gerais sobre os estudos

Observou-se que as temáticas mais desenvolvidas no presente resgate foram Análise de Desempenho e Relevância, ambas com 18 dos 79 estudos analisados, seguidas da temática de Evidenciação, com 15 dos 79 estudos. No entanto, estudos de procedência nacional enquadraram-se em maior número na temática de Remuneração de Agentes Econômicos, com 10 das 12 pesquisas sob esta classificação. Em termos internacionais, a tendência centrou-se na análise da

Relevância das informações da DVA, com 15 dos 18 estudos enquadrados nesta classificação. As temáticas menos desenvolvidas foram levantamentos bibliométricos e análises das limitações da DVA, revelando serem temáticas que carecem de mais investigações teóricas e empíricas. Assim, observou-se que no contexto nacional a temática da relevância não foi amplamente explorada e, no enfoque dado na presente pesquisa, ainda não foi observada. Neste sentido, tal levantamento fez-se importante para se ter uma aproximação ao estado da arte em pesquisas sobre valor adicionado, permitindo estruturar o arcabouço teórico para a presente investigação e certificar-se que este estudo efetivamente contribuiu para o conhecimento na temática em questão.

## 2.4 CONVERGÊNCIA ÀS NORMAS INTERNACIONAIS

A Lei 11.638, de 28 de dezembro de 2007, trata-se de um dos principais elementos que contribuíram para o início, de fato, do processo de harmonização das normas contábeis brasileiras às normas do IASB. Dentre outras disposições, esta lei passou a prever a inclusão da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) no conjunto de informações contábeis anuais de companhias abertas e de grande porte, bem como a inclusão da DVA como informação obrigatória às companhias abertas.

Além disso, a Lei 11.638/07 também previu a existência do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, o qual possuía como principal finalidade viabilizar o processo de harmonização às normas internacionais. Por esta atribuição, a entidade promoveu significativas movimentações nas práticas contábeis até então adotadas, como a inclusão de novos conceitos e ferramentas (valor justo, *impairment*, por exemplo) e a revisão de outros amplamente difundidos entre os profissionais da área contábil (o conceito e a mensuração de Receitas e Custos, por exemplo).

Antes da criação do CPC e sua previsão legal, a normatização da prática contábil possuía mais de uma procedência, sendo determinada principalmente pelo CFC, CVM e entidades de classe com influência na prática contábil. Este fato dificultava a padronização das práticas contábeis mesmo em nível nacional, e conseqüentemente, prejudicava aspectos de comparabilidade e harmonização às normas internacionais.

O processo pelo qual a contabilidade atualmente tem passado promoveu ampla revisão no arcabouço teórico e prático em nível nacional. Em relação à DVA, Vieira (2010) explica que o pronunciamento CPC 09 lançou luz sobre aspectos polêmicos, a exemplo de ajustes de exercícios anteriores, ativos construídos para uso próprio e depreciação de itens reavaliados. Assim, ainda que o processo de convergência não devesse afetar diretamente a DVA, uma vez que tal demonstração não é prevista como obrigatória em nível internacional, este pode provocar alterações nos números de empresas que já publicavam a demonstração em períodos anteriores. Assim, a harmonização às normas do IASB pode influenciar aspectos de comparabilidade entre períodos, bem como resultados em pesquisas empíricas com a utilização da DVA, se forem inclusos períodos intermediários ao início do processo de harmonização às normas internacionais de contabilidade.

## 2.5 CRISE ECONÔMICA INTERNACIONAL

Uma das pretensões do trabalho consiste nos resultados atribuídos aos intervalos de tempo, principalmente em função do desequilíbrio econômico que abrange o recorte temporal. Assim, faz-se importante realizar uma breve contextualização sobre o ambiente econômico entre o período de 2007 e 2010.

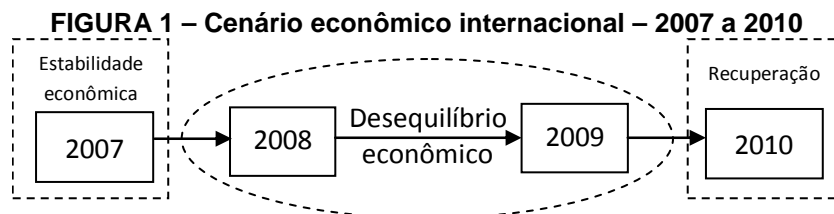
Martins (2010) argumenta que o desequilíbrio econômico norte-americano, no final de 2007, gerou incertezas acerca do futuro crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) dos Estados Unidos, o que, no entanto, não deixava explícito os possíveis impactos em nível global. Nos primeiros meses de 2008 (SHOMBERG, 2010) expectativas negativas do Banco Mundial em relação à economia norte-americana passaram a influenciar negativamente o mercado financeiro dos países europeus. A este respeito, a BBC Brasil (2010) noticiou a considerável queda das Bolsas de Valores Europeias, de intensidade maior em comparação às ocorridas no período de 11 de setembro de 2001, as quais também foram influenciadas pela frustração em relação às medidas anunciadas para enfrentar este desequilíbrio econômico.

A partir do segundo semestre de 2008, observou-se aumento da inflação relativa a itens alimentícios, alta do preço do petróleo, acentuada queda das Bolsas de Valores Mundiais e prognósticos negativos publicados pelo Fundo Monetário

Internacional (FMI) (BBC BRASIL, 2010). No mês de novembro do mesmo ano, a recessão alcançou países de economia reconhecidamente forte, a exemplo do Japão, que neste período registrou sua primeira recessão em sete anos, seguido de outras grandes economias da zona do euro (O GLOBO, 2010). O resultado do desequilíbrio econômico observado em 2008, conforme relatório divulgado pela consultoria britânica *Economist Intelligence Unit* (BBC BRASIL, 2010), pode ser resumido da seguinte forma: deterioração da economia global; retração de 0,4% na economia mundial em 2009; expectativas de efeitos remanescentes em 2010.

No primeiro semestre de 2009, dados negativos sobre a economia das nações demonstravam o caráter global do desequilíbrio econômico, a exemplo da Finlândia, com previsão de queda de 5% em 2009 e 1,4% em 2010 em seu PIB, bem como o aumento da taxa de desemprego em 9% no respectivo ano (DEZEM, 2010). Apenas no segundo semestre de 2009 passou-se a observar indícios de recuperação da economia de certas nações, principalmente em relação aos países emergentes (GUIMARÃES e LEITE, 2010). O ano de 2010 iniciou-se com indicadores positivos acerca do cenário econômico norte-americano, com aumento das vendas do comércio em 2,8% no mês de dezembro de 2009, comparativamente ao mesmo mês em 2008 (O GLOBO 2010).

Considerando os fatos mencionados, o ano de 2007 caracteriza-se como período de maior estabilidade econômica, enquanto que os períodos de 2008 e 2009 guardam características de desequilíbrio econômico. Por fim, o ano de 2010 apresenta características de recuperação econômica, em função dos traços da crise já apresentarem pouca relevância.



No Brasil, observaram-se reflexos da crise econômica, como a restrição ao crédito e a redução da oferta de empregos, embora esta não tenha apresentado a magnitude que se observou em outros países. Este fato deve-se a uma série de acontecimentos favoráveis à economia nacional, a citar a boa situação financeira que o Brasil apresentava nesta época (VALLONE, 2010), em função do considerável

ingresso de capital estrangeiro. Conforme Guimarães e Leite (2010), o Brasil chegou a registrar dois trimestres consecutivos de recessão no ano de 2009, apresentando, porém, situação inversa no final do mês de setembro.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

São apresentadas, a partir desta seção, as características metodológicas inerentes ao desenvolvimento da pesquisa proposta. Para tanto, são destacados primeiramente os aspectos teórico-metodológicos, para posterior apresentação dos elementos para operacionalização do estudo.

#### 3.1 CARÁTER TEÓRICO-METODOLÓGICO

O caráter teórico-metodológico engloba o esclarecimento da Teoria de Base, Hipóteses, Construtos, Definições Operacionais e a Estratégia de Planejamento do presente estudo. Além disso, é apresentado o desenho de pesquisa, com o intuito de tornar clara a pretensão desta investigação.

##### 3.1.1 Teoria de base

A pesquisa se fundamenta na Teoria Positiva da Contabilidade. Segundo Watts e Zimmerman (1986), a teoria contábil tem por objetivo explicar e prever a prática contábil. Para os autores, explicar significa apresentar razões lógicas para a realidade observada, enquanto prever estaria associado a prever fenômenos contábeis não observados.

Uma das principais linhas de pesquisa positiva em contabilidade é a denominada *value relevance*, a qual busca evidenciar conteúdo informacional dos dados contábeis para os diversos usuários (SCHERER, 2006). Watts e Zimmerman (1986), ao destacar a existência de diferentes naturezas de usuários, ressaltam as distintas necessidades por informações por afetarem de forma distinta o “bem-estar” destes.

Os testes utilizados na linha do *Value Relevance* (SCHERER, 2006) são realizados com base em análises estatísticas, cujas inferências são obtidas a partir de significância estatística, bem como a partir de coeficientes de correlação e determinação. Esta é a linha de pesquisa seguida no presente trabalho, buscando identificar a relevância das informações contidas na DVA na decisão de um

subgrupo de usuários em específico: investidores no mercado acionário da BM&FBOVESPA.

### 3.1.2 Hipóteses

Embora a instabilidade do ambiente econômico norte-americano no fim de 2007 compromettesse a expectativa de crescimento de seu PIB nos anos posteriores, as consequências econômicas ainda eram incertas para a maioria das outras economias mundiais. No segundo semestre de 2008 fatores macroeconômicos indicaram o caráter global do desequilíbrio, como a inflação observada em itens alimentícios, alta do preço do petróleo, acentuada queda na Bolsa de Valores de São Paulo. O primeiro semestre de 2009 ainda apresentou traços negativos em relação à economia global. O ano de 2010, porém, foi marcado por expectativas melhores, embora conservadoras, a exemplo do cenário norte-americano com aumento de vendas no comércio, comparativamente ao mês anterior.

Assim, em harmonia ao terceiro objetivo específico, com base nas movimentações observadas no ambiente econômico no recorte temporal estipulado, é plausível a formulação da Hipótese de Pesquisa  $H_{1a}$ :

**$H_{1a}$ : As variações na estrutura de geração e distribuição do Valor Adicionado no período de 2007 a 2010 foram significativas**

Dois aspectos teóricos podem sugerir que a estrutura de geração e distribuição do valor adicionado explique a rentabilidade das ações. Por um lado, os aspectos conceituais da DVA (DOLABELLA, 1992; COSENZA, 2003; SCHERER, 2006; Santos, 2007; De Luca *et al.*, 2009) atribuem transparência na geração e destinação do valor adicionado aos diversos *stakeholders* que participaram de sua criação. O caráter de maior transparência poderia despertar relevância destas informações para os investidores, levando estes a decisões de investimentos conforme as políticas de geração e distribuição do valor adicionado.

Por outro lado, os investidores podem estar mais interessados nos próprios fluxos de riqueza, em detrimento aos demais participantes. Neste sentido, estariam

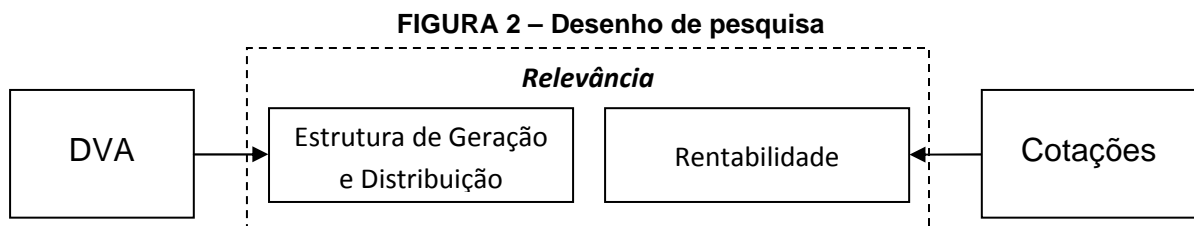
mais interessados em empresas que maximizam seus interesses pessoais (remuneração do capital próprio), e menos interessados em empresas que remuneram em elevado nível os demais participantes do processo, comportamento consistente com a descrição de Ludícibus e Lopes (2008) no enfoque positivo da contabilidade.

Em ambos os casos, embora em sentido oposto, é plausível esperar relevância das informações de geração e distribuição do valor adicionado com a rentabilidade das ações, o que levou à elaboração da hipótese  $H_{1b}$ , em consonância com o quarto objetivo específico:

**$H_{1b}$ : As variações na estrutura de geração e distribuição do valor adicionado possuem potencial explicativo para a rentabilidade das ações**

### 3.1.3 Desenho da pesquisa

A fim de apresentar de forma mais clara a que se destina o presente estudo, elaborou-se um desenho de pesquisa contendo a essência do que se pretende realizar, conforme Figura 2.



A partir de dados da DVA referentes à estrutura de geração e distribuição do valor adicionado, e da rentabilidade das ações com base nas cotações históricas, pretende-se analisar a relevância da primeira variável na explicação das movimentações da segunda.

### 3.1.4 Construtos e definições operacionais das variáveis

Em todas as pesquisas científicas, o alcance dos objetivos estabelecidos dá-se a partir da resolução dos problemas de pesquisas, com a elaboração de construtos bem definidos e utilização de variáveis plenamente fundamentadas.

Com a finalidade de atender ao primeiro e ao segundo objetivo específico, a estimativa das variáveis explicativas da rentabilidade das ações se deu através do cálculo das variações relativas nos itens de geração e distribuição do valor adicionado entre os anos em estudo. Mendonça Neto e Bruni (2004) utilizaram esta metodologia para tratar dados contábeis, em estudo cujo objetivo foi verificar a associação entre estes e o retorno de ações. Em sentido semelhante, o tratamento com base nas variações relativas das contas de geração e distribuição do valor adicionado busca atribuir tratamento consistente com o utilizado para estimar a rentabilidade da ação, variável dependente do modelo.

O estudo de Riahi-Belkaoui e Picur (1994) atestou a relevância do nível de mudanças (variações) no valor adicionado atual e anterior na explicação do retorno das ações. Ademais, o estudo posteriormente desenvolvido por Riahi-Belkaoui (1996) atestou que o modelo utilizado para explicação da rentabilidade das ações apresentou maior poder explicativo quando os retornos contábeis foram representados por mudanças relativas (variações) no valor adicionado. Tais estudos indicam viabilidade em se utilizar as variações relativas nos itens de geração e distribuição do valor adicionado como itens explicativos da rentabilidade das ações no período em questão.

Isto posto, os Construtos e Variáveis de pesquisa, bem como e suas Definições Constitutivas e Operacionais, podem ser observadas no Quadro 3:

**QUADRO 3 – Construtos de pesquisa e definições**

<b>Construtos</b>	<b>Variáveis</b>	<b>Definições Constitutivas</b>	<b>Definições Operacionais</b>	<b>Ref.</b>
Estrutura de Geração de Valor	Receitas;	Valor da venda de mercadorias, produtos, serviços, outras receitas e perdas estimadas	$\ln\left(\frac{R_t}{R_{t-1}}\right)$	CPC 09
	Insumos Adquiridos de Terceiros	Custo das vendas, Materiais e serviços de terceiros. Inclui também perda/recuperação de valores ativos	$\ln\left(\frac{IAD_t}{IAD_{t-1}}\right)$	
	Depreciação, amortização e exaustão	Inclui despesas e custos no período	$\ln\left(\frac{D_t}{D_{t-1}}\right)$	
	Valor Adicionado Recebido em Transferência	Resultado da participação em coligadas/controladas, receitas financeiras e congêneres	$\ln\left(\frac{VRT_t}{VRT_{t-1}}\right)$	
Estrutura de Distribuição de Valor	Pessoal	Remuneração direta aos empregados, incluindo benefícios e FGTS	$\ln\left(\frac{Pess_t}{Pess_{t-1}}\right)$	CPC 09
	Impostos, taxas e contribuições	Impostos incorridos em competência Federal, Estadual e Municipal	$\ln\left(\frac{ITC_t}{ITC_{t-1}}\right)$	
	Remuneração de Capital de Terceiros	Inclui juros, despesa com alugueis e congêneres	$\ln\left(\frac{RT_t}{RT_{t-1}}\right)$	
	Remuneração de capitais próprios	Remuneração direcionada aos acionistas (Dividendos e JCP) e Lucro retidos/Prejuízos acumulados	$\ln\left(\frac{RP_t}{RP_{t-1}}\right)$	
Rentabilidade das Ações	Rentabilidade	Relação entre o valor atual e o valor pago por um investimento	$\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$	BM&F BOVESPA

Nota:  $t$  = ano atual;  $t-1$  = ano anterior

Conforme pode-se observar no Quadro 3, buscou-se estimar a variável representativa das oscilações dos elementos de geração e distribuição do valor adicionado conforme o Logaritmo Natural ( $\ln$ ) da razão entre o valor do período atual ( $t$ ) e o valor do período anterior ( $t-1$ ) dos itens de geração e distribuição do valor adicionado. Ainda que a intenção inicial tenha sido estimar as variações relativas a partir de variações percentuais de tais itens, conforme Equação 3, a utilização da variação percentual com estimador de tais oscilações demonstra viés na mensuração de aumentos e quedas.

$$\Delta X_{t,t-1} = \left( \frac{X_t - X_{t-1}}{X_{t-1}} \right) \quad (3)$$

Em que,

- $\Delta X_{t,t-1}$ : Variável de geração/distribuição do Valor Adicionado
- $X_t$ : Valor da conta de geração/distribuição do valor adicionado no período atual;
- $X_{t-1}$ : Valor da conta de geração/distribuição do valor adicionado no período anterior;

Para exemplificar, se um item de geração do valor adicionado apresentasse no período  $t$  o valor de \$200, tendo apresentado em  $t-1$  o valor de \$100, diria-se que este item aumentou 100% no período atual.

$$\Delta X_{t,t-1} = \left( \frac{\$200 - \$100}{\$100} \right) \times 100 = 100\% \quad (4)$$

Porém, se em  $t+1$  este item apresentasse o mesmo valor que em  $t-1$ , ou seja, \$100, ainda que a variação absoluta no aumento de  $t-1$  para  $t$  ( $\$200 - \$100 = \$100$ ) tenha sido a mesma que na queda de  $t$  para  $t+1$  ( $\$100 - \$200 = -\$100$ ), a variação relativa com base na evolução percentual indicaria que este item apresentou redução de 50%.

$$\Delta X_{t,t-1} = \left( \frac{\$100 - \$200}{\$200} \right) \times 100 = -50\% \quad (5)$$

Desta forma, a existência de tal viés motivou a estimativa das variações relativas nos itens de geração e distribuição do valor adicionado com base no Logaritmo Natural da razão entre o período  $t$  e o período  $t-1$ , tratamento sob o qual não se observou este problema.

O tratamento com base na variação relativa também foi motivado em função da estimativa com base nos dados originais não resultar no atendimento aos pressupostos do método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Uma vez que outras transformações realizadas nos dados originais (logaritmica, radiciação e recíproca) não resolveram os problemas recorrentes, a transformação a partir da variação relativa mostrou-se eficaz em sanar tal problema.

Com relação à variável dependente, realizou-se a estimativa da rentabilidade das ações a partir da variação percentual do preço de fechamento destes títulos entre os anos (vide Quadro 3). Conforme Scherer (2006), estudos que buscam testar a relevância de informações contábeis verificam a relação entre a informação contábil reportada e a rentabilidade das ações. Neste sentido, utiliza-se como base o preço da ação de um mês após a data limite de publicação das informações contábeis, sob o pressuposto de neste período o mercado já ter assimilado as informações contábeis divulgadas. O tratamento diferenciado em relação às variáveis independentes, estimadas a partir de logaritmos, se deve à tentativa de não provocar significativa distorção em tais informações em específico, em função de muitos valores resultarem negativos e elevados, demandando a adição de uma constante maior que torne todos os valores positivos. Para não necessitar fazer tais transformações na variável dependente, optou-se por manter a estimativa da rentabilidade conforme a variação percentual, evitando introdução de um viés que poderia surgir com a manipulação dos dados.

Taffarel (2009), em estudo empírico sobre a influência de informações contábeis no valor das empresas de capital aberto no curto prazo, constatou que as variações no preço de ações ordinárias ocorrem 30 dias após a publicação das demonstrações contábeis, enquanto que o preço de ações preferenciais tendem a se movimentar 5 dias após a publicação.

Neste estudo, os ativos negociados na BM&FBOVESPA são ações Ações Ordinárias (ON) e Ações Preferenciais (PN, PNA e PNB). Ainda que, com base em Taffarel (2009), o preço das ações preferenciais tendam a responder de forma mais rápida às informações contábeis, optou-se pela coleta dos preços de fechamento e

cálculo do retorno de todos os valores mobiliários em função do prazo de resposta apresentado pelas ações ordinárias às informações contábeis, ou seja, 30 dias após a publicação. Fundamenta-se esta opção em função de se atentar para o prazo limite do qual se espera constatar movimentações em função da divulgação das informações contábeis.

Destaca-se que em função do inciso I do Artigo 16 da Instrução CVM nº 202, de 6 de dezembro de 1993, as empresas são obrigadas a divulgar suas demonstrações contábeis anuais no prazo máximo de três meses após o encerramento do exercício social, ou no mesmo dia de sua publicação na imprensa ou de sua colocação à disposição do acionista, quando um destes dois fatos ocorrer em data anterior ao prazo limite anteriormente citado.

Sendo esta data correspondente a 31 de março para todas as empresas do presente estudo, os preços de fechamento das ações utilizados referem-se a 30 dias após esta data, ou seja, o último dia útil do mês de abril. Nos casos em que não se observou cotação no último dia útil do mês de abril, verificou-se a data efetiva de publicação das informações e buscou-se a cotação da ação no mês subsequente.

### 3.2 ESTRATÉGIAS E PLANEJAMENTO DE PESQUISA

Nesta seção, serão apresentadas as características metodológicas gerais da pesquisa, em se tratando das abordagens inerentes ao problema, objetivos e estratégias a serem aplicadas. Em relação à abordagem metodológica, este estudo caracteriza-se por uma pesquisa empírica. Com base na explicação apresentada por Martins e Theóphilo (2009), observa-se o caráter empirista deste estudo em função das análises realizadas a partir das DVAs publicadas pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA e os preços históricos de fechamento das ações, identificando quais inferências são corroboradas e quais não foram observadas.

Com relação à abordagem do problema, o estudo é quantitativo. Com base na explicação de Richardson (2008) sobre pesquisa quantitativa, após o levantamento e transformação das variáveis de pesquisa, pretende-se submetê-las a métodos estatísticos que indiquem a existência de diferença significativa na estrutura de geração e distribuição entre os anos, bem como a associação de tais elementos e a rentabilidade das ações.

Em se tratando do objetivo proposto, caracteriza-se como descritivo por buscar-se levantar possíveis explicações para as oscilações observadas, bem como para o relacionamento de tais variáveis para com rentabilidade das ações (GIL, 2009).

Quanto à estratégia de pesquisa, será realizado levantamento, caracterizado por Gil (2009) como a obtenção de informações em um grupo significativo de observações para, posteriormente, proceder o tratamento e análise quantitativa dos dados, a fim de obter as conclusões e considerações relativas às pretensões da pesquisa. Quanto à natureza dos dados, estes foram essencialmente dados secundários. Considerados por Cooper e Schindler (2003) como um critério de classificação pela proximidade com o fenômeno, um dado secundário apresenta pelo menos um nível de interpretação entre o fato e seu registro. Uma vez que os dados utilizados não sofreram novas interpretações para estarem prontas para as análises, estes apresentam características de dados secundários.

É importante ressaltar que a pesquisa, em relação ao envolvimento do pesquisador nas variáveis em estudo, tem características *ex-post-facto*, uma vez que as variáveis a serem levantadas estão presentes nas demonstrações contábeis e nas cotações históricas anuais do grupo de empresas a serem pesquisadas. Não há influência do pesquisador nos resultados das variáveis em estudo, conforme previsto por Kerlinger (1975, *apud* GIL, 2009).

Por fim, o recorte temporal determinado para o desenvolvimento deste estudo compreende o período de 2007 a 2010, e, quanto ao escopo do estudo, este terá características de um estudo estatístico, sobre os aspectos relativos à estrutura de geração e distribuição do valor adicionado e da rentabilidade das ações, sem pretensão de analisar profundamente um caso em específico.

### 3.3 INSTRUMENTOS DE PESQUISA

Utilizou-se o banco de dados da BM&FBOVESPA, relativo às demonstrações contábeis anuais publicadas, a fim de se obter as DVAs relativas aos anos de 2007, 2008, 2009 e 2010. O banco de dados do Economática foi utilizado para obtenção das cotações históricas das ações das empresas incluídas no estudo.

Realizou-se o tratamento dos dados em planilha de Excel, principalmente em relação à tabulação das variáveis em estudo, análises em estatística descritiva, diferença de médias e correlação. O teste estatístico para observação do potencial explicativo das variáveis independentes na rentabilidade das ações foi realizado com base no programa *Eviews*®.

### 3.4 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população consiste nas empresas que publicaram DVA no período de 2007 a 2010. Como consequência do condicionamento à disponibilidade dos dados para a realização do estudo, a amostragem caracterizou-se como intencional e não-probabilística, por critérios de acessibilidade, que inclui as empresas com DVAs publicadas de 2007 a 2010.

Optou-se por trabalhar com demonstrações contábeis consolidadas, uma vez que o intuito foi trabalhar com informações em nível de grupo econômico, ao invés apenas do desempenho individual.

Noventa e Cinco empresas com informações da DVA foram localizadas. Neste total, encontravam-se empresas financeiras, cujas peculiaridades exigem estruturação distinta da DVA em comparação às outras entidades. Assim, 18 empresas com esta caracterização foram desconsideradas a fim de não prejudicar a comparabilidade e as inferências relativas aos resultados da pesquisa.

Adicionalmente, a liquidez dos títulos negociados na BM&FBOVESPA dentro do período de 2007 a 2010 caracterizou-se por um fator limitante. Para a análise, foram mantidas as empresas cujo preço de fechamento atendeu pelo menos um dos seguintes critérios:

- Cotação no último dia útil do mês de Abril; ou
- Cotação no último dia útil do mês subsequente à data efetiva de publicação das demonstrações contábeis.

Adotou-se, ainda, a flexibilidade de se manter as companhias que apresentaram movimentação até o 15º dia anterior a um dos critérios supramencionados. No entanto, 16 companhias não se enquadraram nos critérios descritos e não puderam ser utilizados na análise em questão.

Ao analisar a estrutura dos dados no período, observou-se a presença de um *outlier*, em relação à remuneração do capital próprio. Entre o ano de 2008 e 2009, a variação percentual deste elemento representou um crescimento de 11.879%, sendo que a segunda maior variação representa apenas 17%. Este fato motivou a retirada deste elemento da amostra, a fim de não distorcer os resultados da análise.

Desta forma, 60 empresas constituíram os elementos analisados. Entre estas, existem empresas com negociação tanto de Ações Ordinárias (ON) e Ações Preferenciais (PN). Neste sentido, a quantidade de observações para a análise tende a ser maior, sendo este fato complementado em função da quantidade de anos observados.

### 3.5 TRATAMENTO ESTATÍSTICO E ANÁLISE DE DADOS

O terceiro e o quarto objetivo específico são atendidos a partir das técnicas de tratamento estatístico dos dados. Um resumo destes testes pode ser observado no Quadro 4.

**QUADRO 4 – Testes estatísticos**

<b>Análise</b>	<b>Teste estatístico</b>	<b>Referência</b>
Diferença de Médias	Análise de Variância	[...] avaliar se as diferenças observadas entre as médias das amostras são estatisticamente significantes (LAPPONI, 2005, p. 380)
Associação	Correlação de Pearson	[...] mede a força relativa de uma relação linear entre duas variáveis numéricas. (LEVINE, <i>et al.</i> , 2008, p. 115)
	Mínimos Quadrados Ordinários (MQO)	Utiliza uma ou várias variáveis independentes para prever a variável dependente. (LEVINE <i>et al.</i> , 2008)

Conhecendo, pois, a natureza de tais técnicas estatísticas, as hipóteses testáveis podem ser apresentadas, de forma geral, conforme o Quadro 5:

**QUADRO 5 – Hipóteses testáveis**

Análise	Hipóteses testáveis
<b>Diferença significativa na Estrutura de Geração e Distribuição do Valor Adicionado</b>	<i>H<sub>1</sub>: As diferenças nas variações da estrutura de geração e distribuição do Valor Adicionado nos períodos entre 2007 a 2010 são estatisticamente significativas.</i>
<b>Relevância da Estrutura de Geração e Distribuição do Valor Adicionado para explicar a Rentabilidade das ações</b>	<i>H<sub>1</sub>: O potencial explicativo das variações na estrutura de geração e distribuição do Valor Adicionado na rentabilidade das ações é significativa;</i>

A Análise de Variância (ANOVA), atendendo ao terceiro objetivo específico, evidencia a existência de diferenças significativas nas variações na estrutura de geração e distribuição do valor adicionado, as quais presumidamente chamariam maior atenção dos investidores. Os resultados desta análise contribuíram na explicação do impacto das variações na estrutura de geração e distribuição do valor adicionado na rentabilidade das ações.

Por outro lado, o quarto objetivo específico está em harmonia com as análises de Correlação de Pearson e Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). A análise de correlação atribuiu uma visão prévia das variáveis que se co-movimentam com a variável dependente, indicando possíveis variáveis explicativas para a rentabilidade das ações. Os resultados desta análise também contribuíram para a explicação dos impactos da estrutura de geração e distribuição do valor adicionado e a rentabilidade das ações.

Para estimativa do poder explicativo, optou-se pela utilização do método dos mínimos quadrados ordinários (MQO). Embora os diagnósticos de painel indicassem a existência de efeitos aleatórios, sugerindo a utilização de um modelo em painel de efeitos aleatórios (GLS), os resultados encontrados neste último teste não foram significativamente diferentes em relação ao modelo estimado pelo MQO, indicando indiferença na escolha destas ferramentas.

Em função de alguns itens de geração e distribuição do valor adicionado apresentarem valores negativos (perdas com **Valor Adicionado Recebido em Transferência**, recuperação em **Impostos Taxas e Contribuições**, ou prejuízos em

**Remuneração do Capital Próprio**, por exemplo), algumas divisões resultaram em quocientes negativos. Na inexistência de Logaritmos para números negativos, foi necessário identificar o menor dos quocientes entre as variáveis independentes (neste estudo, -28,034 na conta **Impostos, taxas e contribuições**), e no modelo testado, adicionar uma constante de valor absoluto superior a estas (o valor escolhido neste caso foi 30), de tal forma que todas as variáveis resultassem valores positivos.

A adição de constantes, como utilizada no presente trabalho, é uma das transformações previstas em métodos quantitativos para se trabalhar em base logarítmica com dados em valores negativos. Wicklin (2011), em tutorial sobre transformações logarítmicas e programações estatísticas no *software Statistical Analysis* (SAS) cita esta transformação, ao afirmar tratar-se de uma técnica comum para se trabalhar valores negativos, adicionando uma constante (*constant value*) nos dados iniciais para, posteriormente, promover a transformação logarítmica. Assim, fez-se possível trabalhar em base Logarítmica, mantendo tratamento consistente em todas as variáveis explicativas do modelo.

Desta forma, a análise relativa ao método dos mínimos quadrados ordinários, cujo resultado representa os principais achados da pesquisa, foi realizada sob o modelo apresentado na Equação 4:

$$\Delta P = \alpha + \beta \ln(30 + \Delta X_{t,t-1}) + \varepsilon \quad (4)$$

Em que,

- $\Delta P$ : Rentabilidade do preço da Ação;
- $\alpha$ : Intercepto;
- $\Delta X_{t,t-1}$ : Variável de Geração/Distribuição do Valor Adicionado;
- $\beta$ : Coeficiente angular da variável de geração/distribuição do Valor Adicionado;
- $\varepsilon$ : Erro Aleatório.

Ao realizar este teste, o quarto objetivo específico será atendido em função da identificação dos elementos significativos na explicação da rentabilidade da ação no período. Nesta etapa, os resultados do teste ANOVA e Correlação de Pearson poderão indicar uma explicação das significâncias observadas.

## 4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Neste item, são apresentadas as principais variações observadas na estrutura de geração e distribuição do valor adicionado, por intermédio de estatística descritiva e teste de diferença de médias. Em seguida, faz-se um teste preliminar sobre a correlação entre as variáveis e a rentabilidade da ação. Por fim, o impacto das variáveis na explicação da rentabilidade das ações é refletido por intermédio do método dos mínimos quadrados ordinários.

### 4.1 VARIAÇÕES NA ESTRUTURA DE GERAÇÃO E DISTRIBUIÇÃO DO VALOR ADICIONADO

Conforme descrito na metodologia (item 3), as variáveis explicativas da rentabilidade da ação consistem nas variações relativas nos itens de geração e distribuição do valor adicionado, estimadas em base logarítmica, nos períodos 2007-2008, 2008-2009 e 2009-2010. Como as razões com quais se estimou os logaritmos foram adicionadas a uma constante 30 (vide item 3.5), a estimativa das variações relativas resultou em valores próximos, que se diferenciam principalmente a partir da terceira casa decimal.

Na Tabela 2 são apresentados alguns itens de estatística descritiva, a fim de promover uma visão geral das características das variáveis em estudo.

**TABELA 2 – Estatística descritiva das variações relativas nos elementos de geração e distribuição do valor adicionado**

PERÍODO	2007-2008			2008-2009			2009-2010		
	Média	Desvio Padrão	Coefficiente Variação	Média	Desvio Padrão	Coefficiente Variação	Média	Desvio Padrão	Coefficiente Variação
<b>Geração do Valor Adicionado</b>									
Receitas	3,4417	0,0135	0,0039	3,4349	0,0102	0,0030	3,4394	0,0094	0,0027
Insumos Adquiridos de Terceiros	3,4429	0,0100	0,0029	3,4358	0,0094	0,0027	3,4430	0,0264	0,0077
Depreciação, Amortização e Exaustão	3,4401	0,0156	0,0045	3,4380	0,0153	0,0044	3,4378	0,0170	0,0050
Valor Adicionado Recebido em Transferência	3,4466	0,0695	0,0202	3,4333	0,0451	0,0132	3,4314	0,0559	0,0163
<b>Distribuição do Valor Adicionado</b>									
Pessoal	3,4387	0,0087	0,0025	3,4379	0,0138	0,0040	3,4390	0,0098	0,0029
Impostos, Taxas e Contribuições	3,4359	0,0200	0,0058	3,4344	0,0309	0,0090	3,3872	0,4079	0,1204
Remuneração de Capitais de Terceiros	3,5200	0,2288	0,0650	3,4248	0,0333	0,0097	3,4218	0,0854	0,0250
Remuneração de Capitais Próprios	3,3954	0,1356	0,0399	3,4296	0,0786	0,0229	3,4556	0,0847	0,0245

Em relação aos itens de Geração do Valor Adicionado, as Variações Relativas Médias não apresentaram elevadas diferenças nos três períodos analisados. A evolução média destas contas tendeu a reduzir do período de 2007-2008 para 2008-2009, indicando impactos remanescentes da crise econômica internacional observada principalmente no segundo semestre de 2008 e primeiro semestre de 2009. O maior Coeficiente de Variação foi observado na conta de **Valor Adicionado Recebido em Transferência**, indicando que os valores que mais se dispersaram em relação à variação média estão contidos nesta conta e, conseqüentemente, podem ter maior atenção dos investidores quanto aos itens de geração do valor adicionado.

Os elementos de distribuição do valor adicionado apresentaram movimentações médias mais expressivas. A conta com maior variação média no período 2007-2008 foi **Remuneração de Capital de Terceiros**, com 3,5200, apresentando movimentações posteriores menores, de 3,4248 e 3,4218. Este fato, associado ao coeficiente de variação elevado em relação às demais contas, em princípio aponta para maior destaque este item na análise da DVA e, possivelmente, atribua maior relevância para a tomada de decisões de investimento.

Por outro lado, a conta com menor movimentação relativa no período 2007-2008 foi a **Remuneração do Capital Próprio**, com 3,3954, e movimentações posteriores maiores de 3,4296 e 3,4556. Da mesma forma que a conta anteriormente citada, esta apresenta coeficiente de variação elevado em comparação às demais, indicando destaque desta informação na DVA e, possivelmente, tenda a atribuir maior relevância para decisões de investimentos.

Se a movimentação relativa média e o coeficiente de variação forem fatores significativos para a relevância atribuída pelos investidores, conforme presumido nos itens anteriores, as contas com menor tendência à relevância para tais usuários seriam **Pessoal e Impostos, Taxas e Contribuições**, por terem apresentado variação relativa média semelhante entre os períodos. Exceção encontra-se no período 2009-2010, em que o coeficiente de variação de **Impostos, Taxas e Contribuições** foi 0,1204, maior de todas as contas em análise. Neste período, é possível que esta informação tenha sido um fator significativo na explicação da rentabilidade da ação das empresas em análise.

Além das análises em estatística descritiva, realizou-se teste de diferença de médias (ANOVA), a fim de se verificar se existiram diferenças estatisticamente significativas na evolução das contas entre os anos de 2007-2008, 2008-2009, 2009-2010. Os resultados desta análise são apresentados na Tabela 3.

**TABELA 3 – Teste de diferença de médias – 2007-2008; 2008-2009; 2009-2010**

CONTA	TESTE F	SIGNIFICÂNCIA
<b>Geração do Valor Adicionado</b>		
Receitas	8,846***	0,000
Insumos Adquiridos de Terceiros	5,341***	0,005
Depreciação, Amortização e Exaustão	0,596	0,552
Valor Adicionado Recebido em Transferência	1,916	0,149
<b>Distribuição do Valor Adicionado</b>		
Pessoal	0,268	0,765
Impostos, Taxas e Contribuições	1,275	0,281
Remuneração de Capitais de Terceiros	14,313***	0,000
Remuneração de Capitais Próprios	8,017***	0,000

Nota: \*\*\*Significância ao nível de 1%

Nos itens de geração do valor adicionado, observa-se que os elementos que apresentaram oscilação significativa no recorte temporal estipulado foram **Receitas** e **Insumos Adquiridos de Terceiros**, ambos ao nível de significância de 1%. Esta oscilação reflete-se pela queda na evolução destes elementos, principalmente entre os anos de 2008 e 2009, resultado da queda econômica observada neste período em relação ao anterior, e posterior aumento entre 2009-2010, em função do quadro econômico de maior recuperação. A oscilação significativa nestas contas pode representar sinalização mais representativa aos investidores, permitindo esperar maior potencial explicativo destas variáveis na rentabilidade das ações, em comparação aos demais elementos de geração do valor adicionado.

Em relação aos itens de distribuição do valor adicionado, observou-se diferença estatisticamente significativa na evolução das contas **Remuneração de Capitais de Terceiros** e **Remuneração de Capitais Próprios**, ao nível de significância de 1%. Este elevado nível de significância, reflexo da queda observada nas variações entre 2007-2008 e 2008-2009, indica impactos da crise na captação de recursos de terceiros e, conseqüentemente, no significativo aumento à remuneração deste agente econômico em 2007-2008 e posterior redução de 2008-

2009. A variação significativa em **Remuneração de Capitais Próprios** também encontra explicação no mesmo fato, porém em ordem inversa. Em 2007-2008, a média menor reflete impactos da crise econômico-financeira na política de remuneração dos sócios e reinvestimento, enquanto que a média de variação maior em 2008-2009 reflete-se pelo contexto de recuperação e maior estabilidade no segundo semestre de 2009. Ambas as movimentações indicam que estas variáveis podem ser significativas na decisão sobre investimentos e, conseqüentemente, na rentabilidade das ações das respectivas empresas.

Destaca-se o fato da não observância de diferença estatisticamente significativa na conta de Pessoal, uma vez que as indicações apresentadas no referencial teórico apontavam redução de valores destinados a estes agentes. Contudo, as evidências não corroboraram esta presunção.

#### 4.2 ESTRUTURA DE GERAÇÃO E DISTRIBUIÇÃO DO VALOR ADICIONADO E RENTABILIDADE DAS AÇÕES

A análise da relação entre a estrutura de geração e distribuição do valor adicionado e a rentabilidade do preço das ações foi procedida, inicialmente, a partir da correlação de Pearson. O intuito de tal análise consistiu em verificar a comovimentação entre a rentabilidade das ações e as variações observadas nas contas de geração e distribuição do valor adicionado, proporcionando uma visão prévia do possível potencial explicativo destas variáveis. O resultado deste Teste encontra-se na Tabela 4.

TABELA 4 – Correlação – estrutura de geração/distribuição do valor adicionado e retorno das ações

PERÍODO	2007-2008		2008-2009		2009-2010	
	CORRELAÇÃO	Significância	CORRELAÇÃO	Significância	CORRELAÇÃO	Significância
<b>Geração do Valor Adicionado</b>						
Receitas	-0,029	0,782	0,191*	0,067	0,397***	0,000
Insumos Adquiridos de Terceiros	-0,013	0,904	0,268***	0,009	0,151	0,149
Depreciação, Amortização e Exaustão	-0,289***	0,005	0,101	0,334	0,221**	0,034
Valor Adicionado Recebido em Transferência	-0,096	0,360	-0,141	0,176	0,077	0,464
<b>Distribuição do Valor Adicionado</b>						
Pessoal	-0,081	0,439	0,262**	0,011	0,431***	0,000
Impostos, Taxas e Contribuições	0,151	0,149	0,141	0,178	0,156	0,135
Remuneração de Capitais de Terceiros	-0,267**	0,010	-0,005	0,959	0,146	0,163
Remuneração de Capitais Próprios	0,276***	0,007	0,023	0,828	-0,009	0,933

Nota: \*\*\*Significância ao nível de 1%; \*\*Significância ao nível de 5%; \* Significância ao nível de 10%.

Com relação aos itens de Geração do Valor Adicionado, no período 2007-2008 apenas a conta de **Depreciação, Amortização e Exaustão** apresentou correlação significativa ao nível de 1% para com a rentabilidade das ações. Sendo esta correlação em ordem inversa, é possível que a evolução de um período de maior estabilidade econômica para um período de desequilíbrio econômico tenha provocado reação conservadora dos investidores, que tenderam a investir menos em empresas com maiores despesas, inclusive sob este título. Além disso, este item pode ser observado pelo investidor como indicador de investimentos em ativos imobilizados, o que em contexto de crise poderia significar perdas em investimentos.

No período 2008-2009, **Receitas e Insumos Adquiridos de Terceiros** apresentaram correlação significativa ao nível de 10% e 1%, respectivamente. A comovimentação em sentido direto em ambas as variáveis indica que acréscimos na Receita foram acompanhados por aumento nas negociações de ações, o que resultou em aumento da rentabilidade. Como a movimentação de **Insumos Adquiridos de Terceiros** é amplamente influenciada pelo nível de receita, estes apresentaram resultados semelhantes. No período 2009-2010, **Receitas e Depreciação, Amortização e Exaustão** apresentaram correlação significativa ao nível de 1% e 5%, respectivamente, em ordem direta. Assim, presume-se que as contas com maior possibilidade de explicar a Rentabilidade das ações são estas, uma vez que foram significativas em mais de um período. A ordem direta da correlação entre **Depreciação, Amortização e Exaustão** e a rentabilidade das ações pode estar relacionada ao período de maior estabilidade econômica, caso os investidores tenham procurado privilegiar as empresas que investiram mais em ativos imobilizados neste contexto.

Por outro lado, em se tratando da estrutura de distribuição do valor adicionado, no período 2007-2008 as correlações foram significativas para **Remuneração de Capital de Terceiros**, em sentido inverso, e **Remuneração de Capital Próprio**, em sentido direto, ao nível de significância de 5% e 1%, respectivamente. Em consequência ao início do desequilíbrio econômico, houve aumento da captação e, conseqüentemente, remuneração de capital de terceiros, bem como a redução da remuneração do capital próprio, fatores não atrativos para a realização de investimentos. Os resultados da análise podem estar sugerindo que quanto maior o valor destinado ao capital de terceiros, menor o estímulo ao investimento e, conseqüentemente, menor a rentabilidade das ações das empresas.

Por outro lado, quanto maior a remuneração do capital próprio, maior o incentivo a investimentos e, conseqüentemente, maior a rentabilidade da ação.

No período 2008-2009 e 2009-2010, as co-movimentações foram significativas para **Pessoal**, ao nível de 5%. Ainda que não tenha apresentado diferença significativa entre os períodos ou características descritivas que permitissem presumir esta relevância, o nível de correlação permite indicar esta conta como um possível fator explicativo para a rentabilidade das ações. Além disso, esta informação está disponível principalmente na DVA, com maior dificuldade de ser estimada em outras demonstrações.

O sinal positivo em relação às variações na distribuição para Pessoal indica aumento na rentabilidade das ações, na medida em que se observaram aumentos na distribuição para os trabalhadores. Embora tenha-se sugerido a possibilidade dos investidores atribuírem menor valor à empresa na proporção que destinem maior valor adicionado à remuneração de outros agentes (Pessoal, por exemplo), em sintonia à teoria positiva da contabilidade (IUDÍCIBUS e LOPES, 2008), a relação que se observou indica que os investidores tendem a “premiar” as empresas na medida em que passam a remunerar mais os trabalhadores, atribuindo maior valor as suas ações. É possível que aspectos relacionados à responsabilidade social estejam refletidos neste comportamento.

Os resultados preliminares indicam correlação entre alguns elementos de geração e distribuição do valor adicionado e rentabilidade das ações. Os resultados do teste para o modelo explicativo da rentabilidade das ações foram divididos em resultados gerais e segregados por períodos, a fim de constatar se em cada período são identificadas variáveis explicativas distintas.

Desta forma, os resultados da análise geral, com base nos elementos de geração e distribuição do valor adicionado podem ser observados na Tabela 5.

TABELA 5 – Modelo explicativo da rentabilidade das ações – 2007 a 2010 (1)

VARIÁVEIS	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	RAZÃO-T	P-VALOR
Constante	-19,7107	11,7513	-1,6773	0,09464 *
Receitas	-5,2726	3,61791	-1,4574	0,14618
Insumos Adquiridos de Terceiros	-1,37358	2,17341	-0,6320	0,52793
Depreciação	-2,2334	2,41274	-0,9257	0,35544
Valor Adicionado Recebido em Transferência	-0,425839	0,597216	-0,7130	0,47644
Pessoal	14,7439	3,91177	3,7691	0,00020 ***
Impostos, Taxas e Contribuições	0,354691	0,14506	2,4451	0,01512 **
Remuneração de Capital de Terceiros	-0,772537	0,244427	-3,1606	0,00175 ***
Remuneração de Capital Próprio	0,774641	0,320257	2,4188	0,01623 **
Média var. dependente	0,184232	D.P. var. dependente		0,565213
Soma resíd. quadrados	77,28200	E.P. da regressão		0,535004
R-quadrado	0,129820	R-quadrado ajustado		0,104037
F(8, 270)	5,035098	P-valor(F)		7,67e-06
Log da verossimilhança	-216,8006	Critério de Akaike		451,6012
Critério de Schwarz	484,2822	Critério Hannan-Quinn		464,7111
Ro	-0,229906	Durbin-Watson		1,955920

O Coeficiente de Determinação ( $R^2$ ) ajustado ao número de variáveis independentes foi 10,404%, com teste F de 5,035 indicando significância ao nível de 1%. Os testes dos pressupostos para que o modelo explicativo da rentabilidade das ações com base na estrutura de geração e distribuição do valor adicionado seja considerado consistente podem ser observados na Tabela 6.

TABELA 6 – Pressupostos do modelo explicativo da rentabilidade das ações (1)

PRESSUPOSTOS	TESTE	SIGNIFICÂNCIA	ATENDIDO?
Normalidade dos resíduos	72,842	0,000	Não
Homoscedasticidade dos Resíduos (Teste de White)	33,412	0,877	Sim
Linearidade dos Coeficientes	7,616	0,471	Sim
Ausência de autocorrelação serial nos resíduos (Durbin-Watson)	1,956	-	Sim

O Teste de White apresentou valor não significativo (0,877), indicando atendimento à hipótese nula de resíduos Homoscedásticos. Da mesma forma, a estatística teste para existência de tendências quadráticas apresentou valor não significativo (0,471), não permitindo rejeitar a hipótese nula de influência linear das

variáveis independentes sobre variável dependente. A estatística Durbin-Watson apresentou valor próximo a 2 (1,956), permanecendo dentro dos valores críticos ao nível de significância de 10%, indicando ausência de autocorrelação serial. Estes resultados indicam adequação do modelo na explicação da rentabilidade do preço das ações, na proporção do coeficiente de determinação e ao nível de significância de 1%.

Destaca-se, porém, que os resíduos não apresentaram distribuição normal, caracterizando-se como uma limitação ao modelo apresentado. Porém, Corrar, Paulo e Dias Filho (2009, p. 152) afirmam que “a condição de normalidade dos resíduos não é necessária para a obtenção dos estimadores pelo método dos mínimos quadrados, mas sim para a definição de intervalos de confiança e teste de significância”. Neste sentido, prosseguiu-se com as análises reconhecendo a existência desta limitação, mas que não inviabiliza as pretensões da pesquisa na identificação dos estimadores de geração e distribuição que melhor expliquem a rentabilidade dos valores mobiliários em estudo.

Por fim, destaca-se que os diagnósticos de Multicolinearidade entre as variáveis independentes apresentaram importâncias abaixo de 2, o que indica ausência de colinearidade e, conseqüentemente, segurança na significância estatística atribuída aos coeficientes em relação a este aspecto.

Dadas estas considerações, observa-se que o modelo proposto para a explicação das oscilações no preço das ações possui alto nível de significância, indicando segurança para a explicação do percentual de variância refletido pelo  $R^2$ . Em relação aos itens de geração do valor adicionado, nenhum apresentou significância na explicação da rentabilidade da ação. Ainda que a evolução da **Receita** e de **Insumos Adquiridos de Terceiros** tenham apresentado diferença estatisticamente significativa entre os períodos, conforme demonstrado na Tabela 3, sugerindo a possível atenção dos investidores sobre estas variáveis, estes itens não apresentaram o nível de significância necessário para serem caracterizados como relevantes na decisão de investimento.

Por outro lado, observou-se na estrutura de distribuição do valor adicionado significância em todas as variáveis explicativas da rentabilidade da ação. Ao nível de significância de 1%, observou-se a variável **Pessoal** em ordem direta, e **Remuneração do Capital de Terceiros**, em ordem inversa. Também se observou

significância nos itens de **Impostos, Taxas e Contribuições e Remuneração do Capital Próprio**, ambos em ordem direta, ao nível de 5%.

Primeiramente, destaca-se a influência das variações na **Remuneração de Capital de Terceiros**, em ordem inversa, e **Remuneração de Capital Próprio**, em ordem direta, na rentabilidade das ações. O primeiro elemento, além de indicar a oscilação do valor destinado ao capital de terceiros, pode ser interpretado como um indicador de descapitalização da empresa, na medida em que maiores remunerações são destinadas a este agente. Desta forma, constatou-se reação negativa dos investidores em relação a elevadas destinações sob este título, conforme constatado nos resultados da pesquisa.

Por outro lado, a **Remuneração do Capital Próprio** pode estar sendo interpretada como um indicativo de rentabilidade pelos investidores, na forma de reinvestimento (lucros retidos) ou distribuição aos sócios. Neste caso, a reação positiva dos investidores, na medida em que a remuneração a este agente é elevada, também é logicamente explicada. Ambas as constatações sobre remuneração de capital de terceiros e capital próprio indicam preocupação dos investidores com seus interesses, revelando comportamento semelhante ao preconizado na teoria positiva da contabilidade (IUDÍCIBUS e LOPES, 2008).

Destaca-se que ambos os elementos apresentaram diferenças significativas entre os períodos analisados, corroborando a presunção anteriormente realizada de que tais variáveis possuíam relevância na decisão dos investidores. É importante ressaltar que estas informações podem ser estimadas de forma satisfatória a partir de outras fontes, o que não permite afirmar se os investidores, ao atribuir significância a estas destinações, estavam utilizando efetivamente a DVA ou outra demonstração.

A remuneração de **Pessoal**, por outro lado, representa informação de difícil estimativa por outras fontes, considerando a forma como é estimada na DVA. Ainda que sua movimentação não tenha sido significativa entre os períodos, constatou-se nesta variável maior significância entre todas as variáveis testadas, com amplo peso na determinação da rentabilidade das ações (14,744, aproximadamente). Dado que a relação observada entre esta variável e a rentabilidade da ação é positiva, poderia estar indicando maior interesse dos investidores em empresas que remuneram em nível maior seus colaboradores. Ainda que o enfoque mais provável fosse à decisão de investimento por interesse pessoal, conforme a teoria positiva da contabilidade

(IUDÍCIBUS e LOPES, 2008), o resultado pode estar indicando maior importância dos aspectos de responsabilidade na política de remuneração dos colaboradores.

**Impostos, Taxas e Contribuições** também apareceram como significativos para a rentabilidade da ação. Contudo, a relação positiva para com o retorno das ações não encontra explicação lógica, e pode indicar resultado espúrio.

Em suma, os resultados podem estar sugerindo que informações de distribuição do valor adicionado podem ter sido mais observadas pelos investidores para tomada de decisão, se tal comportamento for resumido à cotação histórica das ações. É possível que a maior relevância na segunda parte da DVA deva-se a esta característica diferenciar tal demonstração contábil das demais, quanto à forma de apresentação e estruturação das informações. Por um lado, pode significar bonificação por tal estrutura contribuir para aspectos de evidenciação e redução de conflitos de agência (SCHERER, 2006). Por outro lado, pode significar observância de interesses pessoais dos investidores, refletidos pela remuneração do capital próprio, em detrimento aos demais participantes do processo, conforme a teoria positiva da contabilidade (IUDÍCIBUS e LOPES, 2008).

O modelo explicativo da Rentabilidade das Ações, conforme Tabela 5, retornou 4 variáveis significativas das 8 testadas. Com base neste resultado, realizou-se a omissão, passo a passo, das variáveis que eram menos significativas no modelo, a fim de atestar se existe melhora na consistência do modelo resumido. Os resultados deste novo teste podem ser observados na Tabela 7.

**TABELA 7 – Variáveis significativas para o modelo explicativo da rentabilidade das ações – 2007 a 2010 (2)**

<b>VARIÁVEIS</b>	<b>COEFICIENTE</b>	<b>ERRO PADRÃO</b>	<b>RAZÃO-T</b>	<b>P-VALOR</b>
Constante	-23,9035	11,2858	-2,1180	0,03508 **
Receitas	-6,04339	3,3432	-1,8077	0,07176 *
Pessoal	12,7153	3,46874	3,6657	0,00030 ***
Impostos, Taxas e Contribuições	0,369529	0,14399	2,5663	0,01081 **
Remuneração de Capital de Terceiros	-0,833229	0,229038	-3,6380	0,00033 ***
Remuneração de Capital Próprio	0,806196	0,312898	2,5765	0,01051 **

Média var. dependente	0,184232	D.P. var. dependente	0,565213
Soma resíd. quadrados	77,79622	E.P. da regressão	0,533824
R-quadrado	0,124030	R-quadrado ajustado	0,107987
F(5, 273)	7,730932	P-valor(F)	8,09e-07
Log da verossimilhança	-217,7258	Critério de Akaike	447,4515
Critério de Schwarz	469,2388	Critério Hannan-Quinn	456,1914
Ro	0,237310	Durbin-Watson	1,219371

O  $R^2$  ajustado apresentou melhora para 10,799%, com aumento da significância do modelo para 0,000000809. O Critério de Akaike, indicador de qualidade dos modelos testados, apresentou redução de 451 para 447, indicando maior qualidade do novo modelo em comparação àquele apresentado na Tabela 5.

Neste sentido, observa-se maior relevância atribuída pelos investidores às informações relativas aos itens de distribuição do valor adicionado. Embora alguns itens possam ser questionados quanto à sua efetiva obtenção a partir da DVA, a principal constatação está na relevância da remuneração de pessoal, tanto em nível de significância quanto em nível de peso no modelo explicativo. A política de remuneração dos colaboradores com influência significativa para a rentabilidade das ações encontra sentido teórico na responsabilidade social das empresas no período de crise.

Quanto à receita, que “tornou-se” significativa ao nível de 10% quando da exclusão das variáveis não significativas, não é possível chegar a conclusões específicas em função da relação inversa para com a rentabilidade da ação, o que em princípio indica resultado espúrio.

Apresentadas as constatações gerais, faz-se as considerações dos modelos explicativos para a rentabilidade da ação segregadas por períodos, entre 2007-2008, 2008-2009 e 2009-2010. Nestas análises, foram apresentados modelos resumidos, indicando apenas as variáveis significativas, pois atenderam aos pressupostos para que os resultados fossem considerados consistentes, bem como por resultarem em coeficientes de qualidade do modelo (critério de Akaike) melhores, em relação àqueles que incluam todas as variáveis. Neste sentido, o modelo para o período 2007-2008 é apresentado na Tabela 8.

**TABELA 8 – Modelo explicativo da rentabilidade das ações – 2007-2008**

VARIÁVEIS	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	RAZÃO-T	P-VALOR
Constante	20,9593	6,45458	3,2472	0,00164 ***
Depreciação, Amortização e Exaustão	-5,78358	1,86698	-3,0978	0,00260 ***
Remuneração de Capital de Terceiros	-0,366051	0,127465	-2,8718	0,00509 ***

Média var. dependente	-0,225419	D.P. var. dependente	0,301772
Soma resíd. Quadrados	7,032484	E.P. da regressão	0,279533
R-quadrado	0,160613	R-quadrado ajustado	0,141960
F(2, 90)	8,610561	P-valor(F)	0,000379
Log da verossimilhança	-11,89552	Critério de Akaike	29,79103
Critério de Schwarz	37,38883	Critério Hannan-Quinn	32,85881

Neste primeiro período, observa-se que as variáveis significativas foram **Depreciação, Amortização e Exaustão e Remuneração de Capital de Terceiros**, ambas em sentido inverso e ao nível de significância de 1%.

Quanto à Depreciação, a relação inversa para com a rentabilidade das ações pode estar indicando que, dado o contexto de início da crise entre no período de 2007-2008, os investidores tenderam a investir menos nas empresas que apresentavam maiores despesas sob este título, seja por prejudicar o valor adicionado gerado, ou por indicar aumento de investimentos em ativo imobilizado em períodos de crise, pelas perspectivas de retornos serem menores. Este resultado confirma a pressuposição realizada no teste de correlação, conforme Tabela 4, dada a correlação significativa constatada anteriormente para com esta variável.

A constatação relativa à **Remuneração de Capital de Terceiros** indica que esta variável, que apresentou nível de significância de 1% nas constatações gerais,

tem sua influência maior no período inicial à crise. Uma vez que ao final de 2008 os impactos do desequilíbrio econômico já eram significativos, com perspectivas negativas para o ano subsequente, a tendência dos investidores foi investir menos nas empresas que dependeram mais de capital de terceiros neste período, e conseqüentemente, precisaram remunerar em nível mais elevado estes agentes. Este raciocínio é consistente com a teoria positiva da contabilidade, considerando que os investidores tenderam a pensar em seu bem estar ao adotar o posicionamento de investir menos em empresas com estrutura de capital mais prejudicada. As constatações referentes ao período 2008-2009 podem ser observadas na Tabela 9.

**TABELA 9 – Modelo explicativo da rentabilidade das ações – 2008-2009**

<i>VARIÁVEIS</i>	<i>COEFICIENTE</i>	<i>ERRO PADRÃO</i>	<i>RAZÃO-T</i>	<i>P-VALOR</i>
Constante	-66,9611	22,9102	-2,9228	0,00440 ***
Insumos Adquiridos de Terceiros	19,5021	6,69947	2,9110	0,00455 ***
Valor Adicionado Recebido em Transferência	-3,45947	1,44702	-2,3908	0,01892 **
Impostos, Taxas e Contribuições	3,61329	2,09649	1,7235	0,08827 *

Média var. dependente	0,576673	D.P. var. dependente	0,625823
Soma resíd. quadrados	31,03347	E.P. da regressão	0,590500
R-quadrado	0,138729	R-quadrado ajustado	0,109697
F(3, 89)	4,778537	P-valor(F)	0,003910
Log da verossimilhança	-80,92599	Critério de Akaike	169,8520
Critério de Schwarz	179,9824	Critério Hannan-Quinn	173,9423

A análise referente a este período revela como significativas as variáveis **Insumos Adquiridos de Terceiros** (significância de 1%) em sentido direto, **Valor Adicionado Recebido em Transferência** (significância de 5%) em sentido inverso e **Impostos, Taxas e contribuições** (significância de 10%), em sentido direto.

Quanto aos **Insumos Adquiridos de Terceiros**, este englobando principalmente custos e despesas administrativas, quanto maior este item, maior o interesse dos investidores na ação destas empresas. Por ser amplamente associado às receitas, é possível a relevância atribuída à evolução deste item esteja atrelada à

perspectiva de evolução da receita, o que levou os investidores atribuir maior relevância a esta natureza de informação.

O período de desequilíbrio econômico também poderia ser indicado como o fato que atribuiu poder explicativo para **Valor Adicionado Recebido em Transferência**, em ordem inversa. Seria possível que os investidores tivessem considerado empresas com maiores níveis desta importância como mais dependentes dos resultados de terceiros, o que impactaria negativamente a rentabilidade das ações. Contudo, a materialidade desta variável nas demonstrações contábeis não sustenta tal afirmativa, e a natureza da análise econométrica não permite a confirmação de tal inferência.

**Impostos, Taxas e Contribuições** apresentaram influência em mesmo sentido da rentabilidade das ações. Em princípio, não se encontra explicação direta do impacto desta variável para descrever a rentabilidade das ações e, neste sentido, pode estar indicando resultado espúrio. No entanto, tal resultado pode estar sendo indiretamente determinado pelo nível resultado da empresa, uma vez que a remuneração ao governo por intermédio dos impostos é amplamente influenciada pelos resultados das atividades da empresa.

O modelo explicativo referente ao período 2009-2010 pode ser observado na Tabela 10.

**TABELA 10 – Modelo explicativo da rentabilidade das ações – 2009-2010**

<i>VARIÁVEIS</i>	<i>COEFICIENTE</i>	<i>ERRO PADRÃO</i>	<i>RAZÃO-T</i>	<i>P-VALOR</i>
Constante	-69,4152	13,7426	-5,0511	<0,00001 ***
Valor Adicionado Recebido em Transferência	1,24062	0,668258	1,8565	0,06669 *
Pessoal	18,8455	3,80831	4,9485	<0,00001 ***
Impostos, Taxas e Contribuições	0,162545	0,0898289	1,8095	0,07375 *

Média var. dependente	0,201441	D.P. var. dependente	0,396234
Soma resíd. Quadrados	10,97239	E.P. da regressão	0,351120
R-quadrado	0,240356	R-quadrado ajustado	0,214750
F(3, 89)	9,386738	P-valor(F)	0,000019
Log da verossimilhança	-32,58069	Critério de Akaike	73,16139
Critério de Schwarz	83,29179	Critério Hannan-Quinn	77,25175

Neste modelo, observam-se como significativas as variáveis **Pessoal**, (significância de 1%), **Valor Adicionado Recebido em Transferência e Impostos, Taxas e Contribuições** (ao nível de significância 10%), todas em ordem direta.

Observa-se que a variável **Pessoal**, a mais significativa no modelo geral, ganhou destaque principalmente no período 2009-2010, que contempla período de maior estabilidade econômica. Neste sentido, é possível que neste período onde os impactos da crise econômica internacional já eram mais conhecidos, os investidores tenham privilegiado as empresas com caráter de maior responsabilidade social, na medida em que sua destinação aos colaboradores foi maior.

**Valor Adicionado Recebido em Transferência** apresentou influência em sentido direto, ao contrário do constatado no período 2008-2009, possivelmente por este período resultar em evolução para maior estabilidade econômica. Neste sentido, é possível que os investidores tenham atribuído maior importância às empresas na medida em que receberam maiores valores vindos de terceiros, pois este valor complementou seu valor adicionado gerado no período. O receio quanto ao potencial de geração de valor em função das próprias atividades, conforme 2008-2009, não foi observado, pois o contexto econômico já era mais favorável.

Quanto aos **Impostos, Taxas e Contribuições**, a relação direta constatada no período 2009-2010 para com a rentabilidade das ações pode encontrar explicação em mesmo sentido que no período 2008-2009, quanto à sua ampla dependência ao resultado da empresa no período.

Com base nos resultados, observa-se que as informações referentes à distribuição do valor adicionado apresentaram maior significância estatística na explicação da rentabilidade das ações no período de 2007 a 2010, sendo **Pessoal**, no período 2009-2010 (fim da crise), e **Remuneração de Capital de Terceiros**, em 2007-2008 (início da crise), as variáveis de maior peso e significância. Nas janelas temporais estudadas individualmente (2007-2008; 2008-2009; 2009-2010), algumas variáveis pertencentes à estrutura de Geração do Valor Adicionado apresentaram significância estatística, indicando potencial explicativo para estas em períodos específicos, embora não tenham sido preponderantes em termos gerais.

## 5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Este item apresenta as conclusões obtidas em função dos resultados da análise, bem como recomendações para a continuidade na linha de pesquisa desenvolvida.

### 5.1 CONCLUSÃO

Com base na teoria da relevância da informação contábil (*value relevance*), bem como na teoria que define o conceito de valor adicionado em função da ótica da produção e da renda, e, finalmente, na teoria positiva da contabilidade, desenvolveu-se o presente estudo com o intuito de identificar como o comportamento das variações na geração e distribuição do valor adicionado, ao longo do período de 2007 a 2010, impactou a rentabilidade das ações das companhias listadas na BMF&BOVESPA.

Os dois primeiros objetivos específicos foram atendidos a partir da estimativa da variação relativa nos itens de geração e distribuição do valor adicionado, resultando nas variáveis explicativas propostas para a rentabilidade da ação no recorte temporal em análise.

Respondendo ao terceiro objetivo específico, movimentações significativas nas oscilações das contas de geração do valor adicionado foram observadas nas receitas e no gasto com insumos de terceiros, enquanto que nos itens de distribuição do valor adicionado observou-se movimentação significativa nas oscilações de remuneração de terceiros e de capital próprio. Os resultados desta análise confirmam a hipótese  $H_{1a}$  parcialmente, em que as variações nos itens de geração e distribuição do valor adicionado foram significativas no período de 2007 a 2010. Alguns itens apresentaram diferença significativa na evolução de seus itens, o que não pode ser constatado em todas as contas analisadas.

Quanto à relevância das informações na rentabilidade da ação, englobando os três períodos simultaneamente, não se observou relevância nos itens que compõem o grupo de geração do valor adicionado, ao contrário do grupo de distribuição do mesmo, em que todas as variáveis apresentaram relevância ao nível, no mínimo, de 5%. Este fato indica que, das informações contidas na DVA, o

investidor atribuiu preferência às disponíveis na segunda parte, talvez em função da forma de apresentação de tais informações, em estrutura diferenciada, em relação às demais demonstrações contábeis.

Dentre as constatações das variáveis significativas no modelo para a rentabilidade das ações, englobando Pessoal, Impostos, Taxas e Contribuições, Remuneração de Capital de Terceiros e Remuneração de Capital Próprio, destaca-se a constatação referente à remuneração aos trabalhadores, informação mais significativa e com maior peso na previsão da variável dependente. O sentido positivo revela que, ao contrário da atenção preponderante por parte dos investidores aos seus interesses pessoais, estes podem ter observado aspectos de responsabilidade social, no sentido de bonificar as empresas na medida em que não reduziram o nível de remuneração aos trabalhadores, principalmente nos momentos de desequilíbrio econômico.

Análises para os modelos explicativos, segregados pelos períodos de evolução 2007-2008, 2008-2009 e 2009-2010, permitiram novas constatações. Verificou-se nestas análises itens de geração do valor adicionado que, em períodos específicos, foram relevantes na rentabilidade da ação, tais como Depreciação, Amortização e Exaustão em 2007-2008, Insumos Adquiridos de Terceiros em 2008-2009 e Valor Adicionado Recebido em Transferência em 2009-2010.

Nestas análises, observou-se que a remuneração a terceiros apresentou relevância principalmente no período de início do desequilíbrio econômico, dado que sua relevância foi observada na evolução 2007-2008, relevando posição conservadora por parte dos investidores. Por outro lado, remuneração aos colaboradores, com maior relevância em termos gerais, apresentou maior significância a partir do período 2009-2010, período em que a evolução reflete maior estabilidade econômica e, possivelmente, os investidores tenham privilegiado as empresas que não tenham prejudicado a política de remuneração a este agente.

Desta forma, é possível aceitar, também parcialmente, a hipótese  $H_{1b}$ , uma vez que itens de geração do valor adicionado não foram significativos nas constatações do modelo geral, ao contrário das informações contidas no grupo de distribuição do valor adicionado, com relevância a um nível elevado de significância. Constatações sobre significância explicativa dos itens de geração do valor adicionado apenas foram observados em evoluções de períodos específicos.

## 5.2 RECOMENDAÇÕES

O presente estudo contribui para o conhecimento da relevância de informações contábeis ao mercado de ações. Observa-se que, para um período maior de dados a serem pesquisados, foi necessário utilizar um ano em que a DVA não era demonstração de publicação obrigatória. Neste sentido, a amostra ficou limitada às empresas que neste período apresentaram esta demonstração. Sugere-se que em continuação a esta pesquisa, seja realizado um recorte temporal posterior ao ano de 2007, a fim de se obter mais observações que componham a investigação.

Uma análise por setor e por nível de governança corporativa também pode significar avanços na pesquisa em questão, considerando que variáveis distintas impactam a rentabilidade das ações em ramos específicos. As análises por agrupamento podem ser comparadas às análises gerais, o que enriqueceria a discussão sobre as variáveis significativas contidas na DVA para a rentabilidade das ações.

Além disso, o estudo centrou-se em empresas não financeiras, em função das especificidades de composição da estrutura da DVA para estas, o que poderia dificultar aspectos e comparabilidade. Investigações neste setor, porém, também consistem em avanços no conhecimento em questão, levando a mais esta sugestão para continuidade do estudo.

## REFERÊNCIAS

AGENCIA NACIONAL DE ENERGIA ELÉTRICA – ANEEL. **Manual de Contabilidade do Serviço Público de Energia Elétrica**. Disponível em: <[http://www.aneel.gov.br/aplicacoes/leitura\\_arquivo/arquivos/Manual-01-2009-despacho-4815-de-2008.pdf](http://www.aneel.gov.br/aplicacoes/leitura_arquivo/arquivos/Manual-01-2009-despacho-4815-de-2008.pdf)>. Acesso em: 13 Out. 2011.

\_\_\_\_\_. **Resolução nº 444, de 26 de outubro de 2001**. Disponível em: <<http://www.aneel.gov.br/cedoc/res2001444.pdf>>. Acesso em: 13

ALMEIDA, Neirilaine Silva de; MARTINS, Vidigal Fernandes; ALMEIDA, Liliane Silva de; SOARES, Marlon José Ferreira. A utilização da demonstração do valor adicionado na análise da produção e distribuição de riqueza entre os *stakeholders*: um estudo de caso da Petrobras. **RIC – Revista de Informação Contábil**, v. 3, n. 1, p. 134-148, Jan./Mar. 2009. Disponível em: <<http://www.ufpe.br/ricontabeis/index.php/contabeis/article/viewFile/136/130>>. Acesso em: 06 Out. 2011.

ARANGIES, G.; MLAMBO, Chipu; HAMMAN, W.D.; STEYN-BRUWER, B.W. The value-added statement: An appeal for standardization. **Management Dynamics**, v. 20, n. 3, p. 31-43, 2008. Disponível em: <<http://mpr.ub.uni-muenchen.de/25970/>>. Acesso em: 11 Fev. 2011.

ASWEGEN, N. Van; STEYN, B. W.; HAMMAN, W.D. Trends in the distribution of added value of listed industrial companies – 1990 to 2002. **S. Afr. J. Business Manage**, v. 36, n. 2, p. 85-94, 2005.

BANNISTER, James; RIAHI-BELKAOUI, Ahmed. Value added and corporate control. **Journal of international financial management and accounting**, p. 241-257, out. 1991.

BAO, Ben-Hsien; BAO, Da-Hsien. The time series behavior and predictive-ability results of annual value added data. **Journal of business finance and accounting**, v. 23, n. 3, p. 449-460, 1996.

\_\_\_\_\_. Usefulness of value added and abnormal economic earnings: an empirical examination. **Journal of business finance and accounting**, v. 25, n. 1 e 2, p. 251-264, jan./mar. 1998.

BETTIOL JUNIOR, Alcides; BARBIERI, Geraldo; MARTINS, Gilberto de Andrade. Formação e Evidenciação do Resultado de Entidades do Terceiro Setor: Um Estudo de Caso. **Anais do 29º Encontro da ANPAD**. Brasília: 2005.

BISPO, Jorge de Souza. **Criação e distribuição de riqueza pela Zona Franca de Manaus**. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2009. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-04122009-161933/pt-br.php>>. Acesso em: 11 Fev. 2011.

BISPO, Jorge de Souza; CALIJURI, Mônica Sionara Schapallir; LIMA, Iran Siqueira. A importância dos dados contábeis para a relação entre carga tributária, tamanho e setor econômico das empresas brasileiras. **RIC – Revista de Informação Contábil**, v. 3, n. 3, p. 25-43, Jun./Set. 2009. Disponível em: <<http://www.ufpe.br/ricontabeis/index.php/contabeis/article/viewFile/132/149>>. Acesso em: 06 Out. 2011.

BM&FBOVESPA. **Dicionário de finanças**. Disponível em: <<http://www.enfin.com.br/bolsa/main.php>>. Acesso em: 27 Set. 2011.

BORGES JÚNIOR, PEDRO; FREIRE, Fátima de Souza; FERNANDES, Bruno Vinicius Ramos. Existe evidência de relação entre rendimentos de ações e distribuição de riqueza das empresas? **Anais do 4º Congresso Anpcont**. Natal: 2010. Disponível em: <<http://www.anpcont.com.br/site/docs/congressoIV/04/MFC211.pdf>>. Acesso em: 26 Set. 2011.

BOSCOV, Camila. BISPO, Jorge de Souza. Uma comparação da distribuição de riqueza gerada entre os setores de serviço, comércio e indústria. **Anais do 33º Encontro da ANPAD**. São Paulo: 2009. Disponível em: <[http://www.anpad.org.br/trabalho\\_popup.php?cod\\_edicao\\_trabalho=10408](http://www.anpad.org.br/trabalho_popup.php?cod_edicao_trabalho=10408)>. Acesso em: 11 Fev. 2011.

BRASIL. **Decreto-lei nº 9.295, de 27 de maio de 1946**. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/Decreto-Lei/Del9295.htm>>. Acesso em: 29 Jan. 2011.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6385compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385compilada.htm)>. Acesso em: 29 Jan. 2011.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6385compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385compilada.htm)>. Acesso em: 29 Jan. 2011.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007**. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm)>. Acesso em: 29 Jan. 2011.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 12.249, de 11 de junho de 2010**. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2007-2010/2010/lei/l12249.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2010/lei/l12249.htm)>. Acesso em: 29 Jan. 2011.

BRITISH BROADCASTING CORPORATION BRASIL (BBC BRASIL). Bolsas da Europa têm maiores baixas desde 2001. **British Broadcasting Corporation Brasil (BBC BRASIL)** Disponível em: <[http://www.bbc.co.uk/portuguese/reporterbbc/story/2008/01/printable/080121\\_mercado\\_atualizarg.shtml](http://www.bbc.co.uk/portuguese/reporterbbc/story/2008/01/printable/080121_mercado_atualizarg.shtml)>. Acesso em: 24 Jul. 2010>.

\_\_\_\_\_. **FMI alerta para risco de déficit pós-crise em países desenvolvidos**. Disponível em: <[http://www.bbc.co.uk/portuguese/noticias/2010/05/100514\\_relatoriofmi\\_mercadosfn.shtml](http://www.bbc.co.uk/portuguese/noticias/2010/05/100514_relatoriofmi_mercadosfn.shtml)>. Acesso em: 06 Jun. 2010.>.

\_\_\_\_\_. Crise cortou 20 milhões de empregos, diz OIT. **O Globo**. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/economia/mat/2009/12/07/crise-cortou-20-milhoes-de-empregos-diz-oit-915085245.asp>>. Acesso em: 06 Jun. 2010.

\_\_\_\_\_. Cronologia: Crise nos mercados financeiros. **O Globo**. Disponível em: <[http://oglobo.globo.com/economia/mat/2008/09/29/cronologia\\_crise\\_nos\\_mercados\\_financeiros-548451924.asp](http://oglobo.globo.com/economia/mat/2008/09/29/cronologia_crise_nos_mercados_financeiros-548451924.asp)>. Acesso em: 18 mai. 2010.

\_\_\_\_\_. Economia global terá em 2009 pior resultado do pós-guerra, diz consultoria. **O Globo**. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/economia/mat/2008/12/18/economia-global-tera-em-2009-pior-resultado-do-pos-guerra-diz-consultoria-587351106.asp>>. Acesso em: 06 Jun. 2010.

\_\_\_\_\_. Líderes do G8 se reúnem de olho na ameaça de crise. **O Globo**. Disponível em: <[http://oglobo.globo.com/mundo/mat/2008/07/06/lideres\\_do\\_g8\\_se\\_reunem\\_de\\_olho\\_na\\_ameaca\\_de\\_crise-547120528.asp](http://oglobo.globo.com/mundo/mat/2008/07/06/lideres_do_g8_se_reunem_de_olho_na_ameaca_de_crise-547120528.asp)>. Acesso em: 18 mai. 2010.

CARDOSO, Juliana. Peugeot Citroën sente efeito da crise e tem prejuízo maior em 2009. **O Globo**. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/economia/mat/2010/02/10/peugeot-citroen-sente-efeito-da-crise-tem-prejuizo-maior-em-2009-915829843.asp>>. Acesso em: 06 Jun. 2010.

CHAN, Betty Lilian; LOPES DA SILVA, Fabiana; MARTINS, Gilberto de Andrade. Destinação de riqueza aos acionistas e aos empregados: comparação entre empresas estatais e privadas. **RAC – Revista de administração contemporânea**, v. 11, n. 4, p. 199-218, out./dez. 2007. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rac/v11n4/a10v11n4.pdf>>. Acesso em: 08 Out. 2011.

CHAN, Betty Lilian; MARTINS, Gilberto de Andrade; SLOMSKI, Valmor. Distribuição do Valor Adicionado: Comparação Entre Empresas Estatais e Privadas do Setor de Serviços Públicos. **Anais do 3º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. São Paulo: 2003.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – CPC. **Pronunciamento conceitual básico**. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br>>. Acesso em: 31 Jan. 2011.

\_\_\_\_\_. **Pronunciamento técnico CPC 09**. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br>>. Acesso em: 31 Jan. 2011.

COELHO, Antonio Carlos Dias; CORRAR, Luiz João. Apropriação dos resultados corporativos aos fatores econômicos nas empresas de capital aberto e de capital fechado no Brasil: evidências de atributos discriminatórios. **Anais do 5º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. São Paulo: 2005. Disponível em: <<http://www.congressousp.fipecafi.org/artigos52005/22.pdf>>. Acesso em: 08 Out. 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Deliberação CVM nº 557, de 12 de novembro de 2008**. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos\\_Redir.asp?File=%5Cdeli%5Cdeli557.doc](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?File=%5Cdeli%5Cdeli557.doc)>. Acesso em: 31 Jan. 2011.

\_\_\_\_\_. **Instrução CVM Nº 202, de 06 de Dezembro de 1993**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?file=%5Cinst%5Cinst202conso lid.htm>>. Acesso em: 09 Out. 2011.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE – CFC. **Resolução CFC nº 1.138/08**. Disponível em: <[www.cfc.org.br/sisweb/sre/docs/RES\\_1138.doc](http://www.cfc.org.br/sisweb/sre/docs/RES_1138.doc)>. Acesso em: 31 Jan 2011.

\_\_\_\_\_. **Resolução CFC nº 1.162/09**. Disponível em: <[http://www.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes\\_sre.aspx?Codigo=2009/001162](http://www.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?Codigo=2009/001162)>. Acesso em: 31 Jan. 2011.

COOPER, Donald R.; SCHINDLER; Pamela S. **Métodos de pesquisa em administração**. Trad. Luciana de Oliveira da Rocha. – 7. ed. – Porto Alegre: Bookman, 2003.

CORRAR, Luiz J.; PAULO, Edilson; DIAS FILHO, José Maria. **Análise multivariada: para os cursos de administração, ciências contábeis e economia**. 1. ed. 2. Reimpr. São Paulo: Atlas, 2009.

COSENZA, José Paulo. A Eficácia Informativa da Demonstração do Valor Adicionado. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, Edição Corporativa, p. 7-29, outubro/2003. Disponível em: <[http://www.eac.fea.usp.br/cadernos/completos/ed\\_comemor/1\\_artigo\\_jose\\_p\\_cosenza\\_pg7\\_29.pdf](http://www.eac.fea.usp.br/cadernos/completos/ed_comemor/1_artigo_jose_p_cosenza_pg7_29.pdf)>. Acesso em: 08 Out. 2011.

COSENZA, José Paulo; GALLIZO, Jose Luis; JIMENEZ, Fernando. A participação dos agentes econômicos no valor adicionado: estudo empírico na indústria siderúrgica brasileira no período 1996/2000. **Contabilidade vista e revista**, v. 13, n. 2, p. 37-66, ago. 2006. Disponível em: <<http://www.face.ufmg.br/revista/index.php/contabilidadevistaerevista/article/viewFile/195/189>>. Acesso em: 08 Out. 2011.

CUNHA, Jacqueline Veneroso Alves da. **Demonstração contábil do valor adicionado-dva – um instrumento de mensuração da distribuição da riqueza das empresas para os funcionários**. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade). – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2002. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-04072006-110008/pt-br.php>>. Acesso em: 11 Fev. 2011

CUNHA, Jacqueline Veneroso Alves Da; RIBEIRO, Maisa De Souza; SANTOS, Ariovaldo Dos. A demonstração do valor adicionado como instrumento de mensuração da distribuição da riqueza. **Revista de contabilidade e finanças – USP**, São Paulo, n. 37, p. 7-23, jan./abr. 2005. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rcf/v16n37/v16n37a01.pdf>>. Acesso em: 08 Out. 2011.

DE LUCA, Márcia Martins Mendes; CUNHA, Jacqueline Veneroso Alves da; RIBEIRO, Maisa de Souza; OLIVEIRA, Marcelle Colares. **Demonstração do valor adicionado: do cálculo da riqueza criada pela empresa ao valor do PIB**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

DE LUCA, Márcia; OLIVEIRA, Marcelle Colares; SANTOS, Sandra Maria dos; PINHO, Débora Rodrigues. Responsabilidade social corporativa: um estudo sobre o comportamento das distribuidoras de energia elétrica da região nordeste. **Anais do 6º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. São Paulo: 2006. Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos62006/161.pdf>>. Acesso em: 08 Out. 2011.

DEZEM, Vanessa. Finlândia deve ter retração econômica de 5% em 2009, diz governo. **O Globo**. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/economia/mat/2009/03/24/finlandia-deve-ter-retracao-economica-de-5-em-2009-diz-governo-754967136.asp>>. Acesso em: 06 Jun. 2010.

DIOS, Selma Alves; LIENA, Fernando. Analisis de la responsabilidad social de empresas españolas partir de la distribución del valor añadido. **Anais do 9º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. São Paulo: 2009. Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos92009/505.pdf>>. Acesso em: 08 Out. 2011.

DOLABELLA, Maurício Melo. Demonstração do Valor Adicionado – A avaliação do desempenho econômico das empresas pela contabilidade social. **Contabilidade vista e revista**, Belo Horizonte, v. 4, n. 1, p. 46-55, fev. 1992. Disponível em: <<http://www.face.ufmg.br/revista/index.php/contabilidadevistaerevista/article/viewFile/40/27>>. Acesso em: 26 Set. 2011.

EVRAERT, Serge; RIAHI-BELKAOU, Ahmed. Usefulness of value added reporting: a review and synthesis of the literature. **Managerial finance**, v. 24, n. 11, p. 1-13, 1998.

FAGUNDES, Jair Antonio; RODRIGUES, Marcos Rogério; CIUPAK, Clébia; ROSA, Laura Sabbado. A Demonstração do Valor Adicionado – DVA como fonte de informações gerenciais: Um estudo em uma cooperativa de crédito. **ABCustos Associação Brasileira de Custos**, v. 3, n 3, p. 87-101, 2008. Disponível em: <[http://www.unisinos.br/abcustos/\\_pdf/55.pdf](http://www.unisinos.br/abcustos/_pdf/55.pdf)>. Acesso em: 11 Fev. 2011.

FELICE, Emanuelle. Regional value added in Italy, 1891–2001, and the foundation of a long-term picture. **Economic History Review**, 2011. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-0289.2010.00568.x/abstract>>. Acesso em: 26 Set. 2011.

FERREIRA DA SILVA, Ana Paula; SOUZA, Érica Xavier de; MIRANDA, Luiz Carlos; LAGIOIA, Umbelina Cravo Teixeira; RAMOS, Walter de Jesus Oliveira. A demonstração de valor adicionado como alternativa de medição do desempenho gerencial: um estudo comparativo entre demonstrações nacionais e internacionais. **Anais do 1º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. São Paulo: 2001.

FIELD, Andy. **Descobrimo a estatística usando SPSS**. Tradução Lorí Viali. 2. ed. Porto Alegre: Artmed, 2009.

FREGONESI, Mariana Simões Ferraz do Amaral. **Investimentos socioambientais na demonstração do valor adicionado: formação ou distribuição do valor adicionado?**. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2009. Disponível em: < <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-18122009-093324/pt-br.php>>. Acesso em: 11 Fev. 2011.

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

GALLO, Mauro Fernando. **A relevância da abordagem contábil na mensuração da carga tributária das empresas**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade do Estado de São Paulo. São Paulo, 2007. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-14052008-112837/pt-br.php>>. Acesso em: 11 Fev. 2011.

GALLIZO, José L.; GARGALLO, Pilar; SALVADOR, Manuel. Sharing wealth: evidence from financial ratios in Spain. **Journal of international financial management and accounting**, v. 13, n. 3, p. 214-234, 2002.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. – 6. ed. – 2. reimpr. – São Paulo: Atlas, 2009.

GUIMARÃES, Lidia; LEITE, Paula. 'Herança' da crise será sentida até 2010, dizem economistas. **G1**. Disponível em: <[http://g1.globo.com/Noticias/Economia\\_Negocios/0,,MUL1301552-9356,00-HERANCA+DA+CRISE+SERA+SENTIDA+ATE+DIZEM+ECONOMISTAS.html](http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL1301552-9356,00-HERANCA+DA+CRISE+SERA+SENTIDA+ATE+DIZEM+ECONOMISTAS.html)>. Acesso em: 06 Jun. 2010.

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

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael F. **Teoria da contabilidade**. Tradução de Antônio Zoratto Sanvicente. – 1. ed. – 6. reimpr. – São Paulo: Atlas, 2007.

HO, Carol-Anne; WILLIAMS, S. Mitchell. International comparative analysis of the association between board structure and the efficiency of value added by a firm from its physical capital and intellectual capital resources. **The International Journal of Accounting**, n 38, p. 465-491, 2003. Disponível em: <[http://www.sciencedirect.com/science?\\_ob=MIimg&\\_imagekey=B6W4P-49R49G9-1-7&\\_cdi=6548&\\_user=687303&\\_pii=S0020706303000694&\\_origin=search&\\_coverDate=12%2F31%2F2003&\\_sk=999619995&view=c&wchp=dGLzVlb-zSkzV&md5=5c3328118a0048d0d6c39ecfef49720d&ie=/sdarticle.pdf](http://www.sciencedirect.com/science?_ob=MIimg&_imagekey=B6W4P-49R49G9-1-7&_cdi=6548&_user=687303&_pii=S0020706303000694&_origin=search&_coverDate=12%2F31%2F2003&_sk=999619995&view=c&wchp=dGLzVlb-zSkzV&md5=5c3328118a0048d0d6c39ecfef49720d&ie=/sdarticle.pdf)>. Acesso em: 11 Fev. 2011.

IANNIELLO, Giuseppe. The voluntary disclosure of the value added statement in annual reports of Italian listed companies. **Agricultural Economics**, n. 56, p. 368-378, 2010. Disponível em: <<http://journals.uzpi.cz/publicFiles/25300.pdf>>. Acesso em: 26 Set. 2011.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da contabilidade**. 9. ed. – São Paulo: Atlas, 2009.

IUDÍCIBUS, Sergio de; LOPES, Aleksandro Broedel (Org.). **Teoria avançada da contabilidade**. – 3. reimpr. São Paulo: Atlas, 2008.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS, Ariovaldo dos. **Manual de contabilidade societária**. FIPECAFI – Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras, FEA/USP. São Paulo: Atlas, 2010.

KROETZ, César Eduardo Stevens; NEUMANN, Marguit. Responsabilidade social e a demonstração do valor adicionado. **Desenvolvimento em questão**, v. 6, n. 11, p. 153-178, jan./jun. 2008. Disponível em: <<http://redalyc.uaemex.mx/pdf/752/75211185007.pdf>>. Acesso em: 08 Out. 2011.

LÄHTINEN, Katja; TOPPINEN, Anne. Financial performance in Finnish large-and medium-sized sawmills: The effects of value-added creation and cost-efficiency seeking. **Journal of forest economics**, v. 14, p. 289-305, 2008. Disponível em: <[http://www.sciencedirect.com/science?\\_ob=MIimg&\\_cid=273193&\\_user=687303&\\_pii=S1104689908000032&\\_coverDate=11%2F30%2F2008&view=c&wchp=dGLzVlt-zSkWb&\\_valck=1&md5=1d175fd597e7b0eaae9b822780e6be27&ie=/sdarticle.pdf](http://www.sciencedirect.com/science?_ob=MIimg&_cid=273193&_user=687303&_pii=S1104689908000032&_coverDate=11%2F30%2F2008&view=c&wchp=dGLzVlt-zSkWb&_valck=1&md5=1d175fd597e7b0eaae9b822780e6be27&ie=/sdarticle.pdf)>. Acesso em: 08 Out. 2011.

LAPPONI, Juan Carlos. **Estatística usando Excel**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

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

LEVINE, David M.; STEPHAN, David F.; KREHBIEL, Timothy C.; BERENSON, Mark L. **Estatística: teoria e aplicações**. Tradução Teresa Cristina Padilha de Souza. Rio de Janeiro: LTC, 2008.

LIMA, Emanuel Marcos; CORRAR, Luiz João. Comparação de desempenho entre as empresas melhores e maiores apontadas como melhores para trabalhar. **Anais do 6º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. São Paulo: 2006. Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos62006/157.pdf>>. Acesso em: 08 Out. 2011.

LOPES DA SILVA, Fabiana; SANTOS, Ariovaldo dos; CHAN, Betty Lilian. Uma contribuição ao estudo dos impactos da privatização à luz da Demonstração do Valor Adicionado. . **Anais do 3º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. São Paulo: 2003.

MANDAL, Niranjan; GOSWAMI, Suvarun. Value added statement (VAS) – A critical analysis. **Great lakes herald**, v. 2, n. 2, p. 98-120, sep. 2008. Disponível em: <<http://pt.scribd.com/doc/24191627/Value-Added-Statement-A-Critical-Analysis>>. Acesso em: 08 Out. 2011.

MARION, José Carlos. **Contabilidade empresarial**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

MARTINS, Marilha. Economista da NYU: crise nos EUA é mais profunda. **O Globo**. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/blogs/ny/posts/2007/09/13/economista-da-nyu-crise-nos-eua-mais-profunda-73142.asp>>. Acesso em: 17 mai. 2010.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. – 2. ed. – São Paulo: Atlas, 2009.

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

MENDONÇA NETO, João; BRUNI, Adriano Leal. Risco, retorno e equilíbrio: existe associação entre indicadores contábeis e os retornos das ações negociadas na BOVESPA? **Revista gestão e planejamento**, Salvador, n. 10, p. 78-90, jul./dez. 2004. Disponível em: <[www.revistas.unifacs.br/index.php/rgb/article/download/190/198](http://www.revistas.unifacs.br/index.php/rgb/article/download/190/198)>. Acesso em: 26 Jan. 2011.

MIRANDA, Luiz Carlos; FERREIRA DA SILVA, Ana Paula; RAMOS, Walter de Jesus Oliveira; SOUZA, Érica Xavier de. Análise financeira da demonstração do valor adicionado (DVA) das empresas do setor elétrico brasileiro. **Contabilidade vista e revista**, Belo Horizonte, v. 13, n. 3, p. 71-92, dez. 2002. Disponível em: <<http://www.face.ufmg.br/revista/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/205/198>>. Acesso em: 08 Out. 2011.

MORAES, Pêrsio Belluomini. **Uso da demonstração do valor adicionado (DVA) como ferramenta de mensuração dos tributos de empresas selecionadas no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Gestão de Negócios) – Universidade Católica de Santos (UNISANTOS), Santos, 2008. Disponível em: <[www.unisantos.br/mestrado/gestao/egesta/artigos/136.pdf](http://www.unisantos.br/mestrado/gestao/egesta/artigos/136.pdf)>. Acesso em: 08 Out. 2011.

MOREIRA, Jeanne. Balanço social e demonstração do valor adicionado como instrumentos gerenciais. **Anais do 1º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. São Paulo: 2001.

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

NOSSA, Sylvania Neris; FIÓRIO, Simone Luiza; SGARBI, Antonio Donizetti. Uma abordagem epistemológica da Pesquisa Contábil Sobre Balanço Social e Demonstração do Valor Adicionado. **Anais do 6º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. São Paulo: 2006. Disponível em: <<http://www.congressousp.fipecafi.org/artigos62006/340.pdf>>. Acesso em: 11 Fev. 2011.

O GLOBO. Crise leva Japão à primeira recessão em sete anos. **O Globo**. Disponível em: <[http://oglobo.globo.com/economia/mat/2008/11/17/crise\\_leva\\_japao\\_primeira\\_recessao\\_em\\_sete\\_anos-586429792.asp](http://oglobo.globo.com/economia/mat/2008/11/17/crise_leva_japao_primeira_recessao_em_sete_anos-586429792.asp)>. Acesso em: 06 Jun. 2010.

\_\_\_\_\_. Vendas do comércio nos EUA avançam 2,8% em dezembro, mas em 2009 queda foi de 2%. **O Globo** Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/economia/mat/2010/01/07/vendas-do-comercio-nos-eua-avancam-2-8-em-dezembro-mas-em-2009-queda-foi-de-2-915484334.asp>>. Acesso em: 06 Jun. 2010.

OLIVEIRA, Marcelle Colares; ALVES, José Flávio Vasconcelos. A evolução da evidenciação da demonstração do valor adicionado no Brasil e a geração e distribuição de riqueza por empresas brasileiras. **Anais do 3º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. São Paulo: 2003.

OLIVEIRA, Frederico Luiz Junqueira de; LIMA, Alvaro Vieira. Um estudo do desempenho de empresas brasileiras privatizadas no período de 1991 a 1997 sob a ótica do valor adicionado. **Anais do 3º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. São Paulo: 2003.

PONG, Chris; MITCHELL, 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. 173-198, dez. 2005.

QUINTANA, Alexandre Costa; SERAFIN, Annelise da Cruz; SAURIN, Valter. Demonstração de fluxo de caixa e demonstração do valor adicionado como instrumentos efetivos de gestão financeira: um estudo de caso da ELETROSUL. **Revista de ciências da Administração**, v. 5, n. 10, jul./dez. 2003. Disponível em: <[http://www.cad.ufsc.br/revista/10/Revista%2010%20-%203%20-%20RCAD%201%202004\(site\).pdf](http://www.cad.ufsc.br/revista/10/Revista%2010%20-%203%20-%20RCAD%201%202004(site).pdf)>. Acesso em: 08 Out. 2011.

REUTERS / BRASIL ON LINE. Crise financeira nos EUA leva 12º banco à falência. **O Globo**. Disponível em: <[http://oglobo.globo.com/economia/mat/2008/09/19/crise\\_financiera\\_nos\\_eua\\_leva\\_12\\_banco\\_falencia-548306078.asp](http://oglobo.globo.com/economia/mat/2008/09/19/crise_financiera_nos_eua_leva_12_banco_falencia-548306078.asp)>. Acesso em: 18 mai. 2010.

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

\_\_\_\_\_. Earnings-return versus net value added-returns relation: the case for nonlinear specification. **Advances in quantitative analysis of finance and accounting**, v. 4, p. 175-185, 1996.

\_\_\_\_\_. Multidivisional structure and productivity: the contingency of diversification strategy. **Journal of business finance and accounting**, p. 615-627, jun. 1997.

\_\_\_\_\_. Net value added and earnings determination. **Review of quantitative finance and accounting**, v. 13, n. 4, p. 393-399, 1999. Disponível em: <<http://www.springerlink.com/content/n0u8701h40285177/fulltext.pdf>>. Acesso em: 08 Out. 2011.

RIAHI-BELKAOUI, Ahmed; FEKRAT, M. Ali. The magic in value added: merits of derived accounting indicator numbers. **Managerial finance**, v. 20, n. 9, p. 3-14, 1994.

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

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

\_\_\_\_\_. Net value added as an explanatory variable for returns. **Managerial finance**, v. 20, n. 9, p. 56-63, 1994.

\_\_\_\_\_. The substitution of net value added for earnings inequity valuation. **Managerial Finance**, v. 25, n. 12, p. 66-78, 1999.

RIBEIRO, Maisa de Souza; CUNHA, Jacqueline Veneroso Alves da. O papel da demonstração do valor adicionado na avaliação da responsabilidade social das empresas. **Anais do 3º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. São Paulo: 2003.

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. Disponível em: <<http://redalyc.uaemex.mx/redalyc/pdf/1230/123017748002.pdf>>. Acesso em: 06 Out. 2011.

RICHARDSON, Roberto Jarry; PERES, José Augusto de Souza; WANDERLEY, José Carlos Vieira; CORREIA, Lindoya Martins; PERES, Maria de Holanda de Melo. **Pesquisa Social: métodos e técnicas**. – 3. ed. – 9. reimpr. – São Paulo: Atlas, 2008. ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira**. Tradução Antonio Zoratto Sanvicente. – 2. ed. – 9. Reimpr. São Paulo: Atlas, 2009.

RODRIGUES JÚNIOR, Manuel Salgueiro. **A DVA como instrumento para mensuração da relação custo-benefício na concessão de incentivos fiscais: um estudo de caso**. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Controladoria) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade (FEA), Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2003. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-30082004-145853/pt-br.php>>. Acesso em: 08 Out. 2011.

SANTOS, Ariovaldo dos. **Demonstração do valor adicionado: como elaborar e analisar a DVA** – 2. ed. – São Paulo: Atlas, 2007.

SANTOS, Ariovaldo dos; CHAN, Betty Lillian; LOPES DA SILVA, Fabiana. Análise dos impactos da privatização na distribuição de riqueza a partir da demonstração do valor adicionado. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 3, n. 1, p. 06-21, mai./ago. 2007. Disponível em: <<http://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/213/185>>. Acesso em: 06 Out. 2011.

SANTOS, Ariovaldo dos; FREIRE, Fátima S.; MALO, François Bernard. O balanço social no Brasil: gênese, finalidade e implementação como complemento às demonstrações contábeis. **Anais do 22º Encontro da ANPAD**. Paraná: 1998.

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

SANTOS, Disley Pereira dos; DEODORO, Paulo Antônio; PAULA, Helton Cristian; COLAUTO, Romualdo Douglas. Demonstração de valor adicionado: aplicação em uma instituição do terceiro setor de Minas Gerais. **Enfoque: Reflexão contábil**, v. 27, n. 3, p. 45-56, set./dez. 2008. Disponível em: <<http://eduemojs.uem.br/ojs/index.php/Enfoque/article/view/7341/4180>>. Acesso em: 08 Out. 2011.

SATO, Paula. O que causou a crise econômica mundial? Inadimplência nos Estados Unidos foi responsável pela recessão. **Nova Escola**. Abril, 2009. Disponível em: <[http://revistaescola.abril.com.br/geografia/fundamentos/causou-crise-economic a-mundial-470382.shtml](http://revistaescola.abril.com.br/geografia/fundamentos/causou-crise-economic-a-mundial-470382.shtml)>. Acesso em: 06 Jun. 2010.

SCHERER, Luciano Marcio. **Valor adicionado: análise empírica de sua relevância para as companhias abertas que publicam a demonstração do valor adicionado**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Universidade de São Paulo. São Paulo: 2006. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-31012007-174441/pt-br.php>>. Acesso em: 14 Fev. 2011.

SHARMA, Devendra Kr. Social performance through value added statement. **International Research Journal**, v. 2, n. 3, p. 485-487, jan. 2009. Disponível em: <<http://www.ssmrae.com/admin/images/cd9e2ccaa318bb012e3bf879b0e8563a.pdf>>. Acesso em: 08 Out. 2011.

SHOMBERG, William. Banco Mundial vê risco de recessão nos EUA. **O Globo**. Disponível em: <[http://oglobo.globo.com/economia/mat/2008/03/16/banco\\_mundial\\_ve\\_risco\\_de\\_recessao\\_nos\\_eua-426257725.asp](http://oglobo.globo.com/economia/mat/2008/03/16/banco_mundial_ve_risco_de_recessao_nos_eua-426257725.asp)>. Acesso em: 17 Mai. 2010.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de São Paulo. São Paulo: 2002. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056/pt-br.php>>. Acesso em: 14 Fev. 2011.

SIQUEIRA, José Ricardo Maia de. DVA. Vantagens e limitações de seu uso como instrumento de avaliação da estratégia social corporativa. **Revista del Instituto International de Costos**, nº 1, p. 116-140, jan./jun. 2007. Disponível em: <[http://www.revistaic.org/articulos/num1/articulo5\\_esp.pdf](http://www.revistaic.org/articulos/num1/articulo5_esp.pdf)>. Acesso em: 11 Fev. 2011.

SMITH, Marinês Santana Justo; CIA, Joanília Neide de Sales. A DVA como instrumento de mensuração do valor adicionado perdido pela transferência de empresas para outros municípios: o caso do setor calçadista de Franca. **FACEF Pesquisa**, v. 11, n. 1, p. 18-30, 2008. Disponível em: <<http://www.facef.br/facefpesquisa/2008/nr1/v11n1artigo2.pdf>>. Acesso em: 08 Out. 2011.

STAINBANK, L.J. The value added statement: does it add any value? **Meditari Accountancy Research**, v. 17, n. 2, p. 137-149, 2009. Disponível em: <[http://www.meditari.org.za/docs/2009v2/9%20Stainbank%20\(27.08\)%20-%20Meditari%20Vol%2017%20No%202%202009.doc.pdf](http://www.meditari.org.za/docs/2009v2/9%20Stainbank%20(27.08)%20-%20Meditari%20Vol%2017%20No%202%202009.doc.pdf)>. Acesso em: 11 Fev. 2011.

STIGLITZ, Joseph E.; WALSH, Carl E. **Introdução à macroeconomia**. Tradução [da 3.ed. original) Maria José Cyhlar Monteiro. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

TAFFAREL, Marinês. **A influência dos indicadores contábil-financeiros no valor das empresas brasileiras de capital aberto, no curto prazo**. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná (UFPR, Paraná, 2009. Disponível em: <<http://www.ppgcontabilidade.ufpr.br/system/files/documentos/Dissertacoes/D026.pdf>>. Acesso em: 28 Set. 2011.

THOMASSEN, M.A.; DOLMAN, M.A.; VAN CALKER, K.J.; BOER, I.J.M. de. Relating life cycle assessment indicators to gross value added for Dutch dairy farms. **Ecological economics**, v. 68, p. 2278-2284, 2009. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0921800909000731>>. Acesso em: 09 Out. 2011.

TINOCO, João Eduardo Prudêncio; MORAES, Pésio Belluomini. Uso da demonstração do valor adicionado – DVA, como ferramenta de medição da carga tributária no Brasil. **eGesta – Revista eletrônica de Gestão de Negócios**, v. 4, n. 1, p. 1-32, jan./mar. 2008. Disponível em: <<http://www.unisantos.br/mestrado/gestao/egesta/artigos/136.pdf>>. Acesso em: 06 Out. 2011.

TRAN, Thi Bich; GRAFTON, Quentin; KOMPAS, Tom. Contribution of productivity and firm size to value-added: Evidence from Vietnam. **Production economics**, v. 121, p. 274-285, 2009. Disponível em: <<http://ideas.repec.org/a/eee/proeco/v121y2009i1p274-285.html>>. Acesso em: 09 Out. 2011.

VALLONE, Giuliana. Excesso de capital estrangeiro pode prejudicar crescimento do Brasil, diz Nobel de Economia. **Folha online**. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/fofha/dinheiro/ult91u660748.shtml>>. Acesso em: 06 Jun. 2010.

VAN STADEN, C.J. The usefulness of the value added statement in South Africa. **Managerial finance**, v. 24, n. 11, p. 44-59, 1998.

\_\_\_\_\_. **The value added statement: bastion of social reporting or dinosaur of financial reporting**. Working paper, 2000.

\_\_\_\_\_. **Aspects of the motivation for voluntary disclosure: evidence from the publication of value added statements in an emerging economy**. Massey University Discussion Paper n. 206, 2001.

\_\_\_\_\_. The relevance of theories of political economy to the understanding of financial reporting in South Africa: the case of value added statement. **Accounting forum**, v. 27, n. 2, p. 224-245, jun. 2003.

VIEIRA, Sérgio de Jesus. **Modelo de análise da demonstração do valor adicionado para a gestão das empresas**. Dissertação (Mestrado em Engenharia da Produção) – Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis, 2004. Disponível em: <<http://www.tede.ufsc.br/teses/PEPS3896.pdf>>. Acesso em: 11 Fev. 2011.

VIEIRA, Patrícia dos Santos; SANTOS, Ariovaldo dos. Um estudo empírico sobre a carga tributária das Sociedades Cooperativas Agropecuárias a partir da Demonstração do Valor Adicionado. **Anais do 7º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. São Paulo: 2007. Disponível em: <<http://www.congressousp.fipecafi.org/artigos72007/134.pdf>>. Acesso em: 11 Fev. 2011.

VIEIRA, Patrícia dos Santos. **Verdades e mitos na interpretação da demonstração do valor adicionado**. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade do Estado de São Paulo. São Paulo, 2010. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-15102010-201125/en.php>>. Acesso em: 11 Fev. 2011.

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

WICKLIN, Rick. **Log transformations: How to handle negative data values?** Statistical programming in SAS with an emphasis on SAS/IML programs. Disponível em: <<http://blogs.sas.com/content/iml/2011/04/27/log-transformations-how-to-handle-negative-data-values/>>. Acesso em: 11 Mar. 2012.

## APÊNDICES

## ANEXO I – GRUPO DE EMPRESAS PESQUISADAS

EMPRESA	SETOR	TÍTULO
AES ELPA S.A.	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	ON
AES TIETE S.A.	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	ON - PN
AMIL PARTICIPACOES S.A.	Consumo não Cíclico / Saúde / Serv.Méd.Hospit..Análises e Diagnósticos	ON
AMPLA ENERGIA E SERVICOS S.A	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	ON
BRASIL TELECOM S.A.	Telecomunicações / Telefonia Fixa / Telefonia Fixa	ON - PN
BRASKEM S.A.	Materiais Básicos / Químicos / Petroquímicos	ON - PNA - PNB
CELULOSE IRANI S.A.	Materiais Básicos / Madeira e Papel / Papel e Celulose	ON - PN
CENTRAIS ELET BRAS S.A. – ELETROBRAS	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	ON - PNB
CENTRAIS ELET DO PARA S.A. – CELPA	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	PNA
CENTRAIS ELET MATOGROSSENSES S.A.- CEMAT	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	ON - PN
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	ON - PNA - PNB
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	Consumo não Cíclico / Comércio e Distribuição / Alimentos	PN
CIA ELETRICIDADE EST. DA BAHIA – COELBA	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	ON
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	ON - PN
CIA ENERGETICA DE PERNAMBUCO - CELPE	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	PNA - PNB
CIA ENERGETICA DO CEARA – COELCE	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	ON - PNA
CIA ENERGETICA DO MARANHAO - CEMAR	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	ON
CIA ENERGETICA DO RIO GDE NORTE - COSERN	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	ON - PNA - PNB
CIA ESTADUAL DE DISTRIB ENER ELET-CEEE-D	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	ON
CIA ESTADUAL GER.TRANS.ENER.ELET-CEEE-GT	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	ON
CIA HERING	Consumo Cíclico / Tecidos. Vestuário e Calçados / Vestuário	ON

EMPRESA	SETOR	TÍTULO
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	ON - PNB
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	Utilidade Pública / Água e Saneamento / Água e Saneamento	ON
CIA SANEAMENTO DO PARANA - SANEPAR	Utilidade Pública / Água e Saneamento / Água e Saneamento	PN
CIA SIDERURGICA NACIONAL	Materiais Básicos / Siderurgia e Metalurgia / Siderurgia	ON
VALE S.A.	Materiais Básicos / Mineração / Minerais Metálicos	ON - PNA
CPFL ENERGIA S.A.	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	ON
CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	ON - PN
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	Consumo não Cíclico / Saúde / Serv.Méd.Hospit..Análises e Diagnósticos	ON
DUKE ENERGY INT. GER. PARANAPANEMA S.A.	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	ON - PN
Duratex S.A.	Materiais Básicos / Madeira e Papel / Madeira	ON
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	ON
ELEKEIROZ S.A.	Materiais Básicos / Químicos / Petroquímicos	ON - PN
ELEKTRO - ELETRICIDADE E SERVICOS S.A.	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	PN
EMAE - EMPRESA METROP.AGUAS ENERGIA S.A.	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	PN
FORJAS TAURUS S.A.	Bens Industriais / Máquinas e Equipamentos / Armas e Munições	ON - PN
FRAS-LE S.A.	Bens Industriais / Material de Transporte / Material Rodoviário	PN
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	Construção e Transporte / Transporte / Transporte Aéreo	PN
GRENDENE S.A.	Consumo Cíclico / Tecidos. Vestuário e Calçados / Calçados	ON
GUARARAPES CONFECÇOES S.A.	Consumo Cíclico / Comércio / Tecidos. Vestuário e Calçados	ON - PN
IOCHPE MAXION S.A.	Bens Industriais / Material de Transporte / Material Rodoviário	ON
KLABIN S.A.	Materiais Básicos / Madeira e Papel / Papel e Celulose	ON - PN
Localiza Rent a Car S.A.	Consumo Cíclico / Diversos / Aluguel de carros	ON
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	Consumo não Cíclico / Alimentos Processados / Alimentos Diversos	ON

<b>EMPRESA</b>	<b>SETOR</b>	<b>TÍTULO</b>
MARCOPOLO S.A.	Bens Industriais / Material de Transporte / Material Rodoviário	ON - PN
NATURA COSMETICOS S.A.	Consumo não Cíclico / Produtos de Uso Pessoal e de Limpeza / Produtos de Uso Pessoal	ON
ODONTOPREV S.A.	Consumo não Cíclico / Saúde / Serv.Méd.Hospit..Análises e Diagnósticos	ON
PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS	Petróleo. Gás e Biocombustíveis / Petróleo. Gás e Biocombustíveis / Exploração e/ou Refino	ON - PN
PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.	Consumo não Cíclico / Comércio e Distribuição / Medicamentos	ON
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	Bens Industriais / Material de Transporte / Material Rodoviário	ON - PN
SLC AGRICOLA S.A.	Consumo não Cíclico / Agropecuária / Agricultura	ON
SOUZA CRUZ S.A.	Consumo não Cíclico / Fumo / Cigarros e Fumo	ON
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A	Materiais Básicos / Madeira e Papel / Papel e Celulose	PNA
TAM S.A.	Construção e Transporte / Transporte / Transporte Aéreo	ON - PN
TELEC DE SAO PAULO S.A. – TELESP	Telecomunicações / Telefonia Fixa / Telefonia Fixa	ON - PN
TIM PARTICIPACOES S.A.	Telecomunicações / Telefonia Móvel / Telefonia móvel	ON - PN
TRACTEBEL ENERGIA S.A.	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	ON
UNIPAR PARTICIPAÇÕES S.A.	Materiais Básicos / Químicos / Petroquímicos	ON - PNA - PNB
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS	Materiais Básicos / Siderurgia e Metalurgia / Siderurgia	ON - PNA - PNB
VALE FERTILIZANTES S.A.	Materiais Básicos / Químicos / Fertilizantes e Defensivos	PN