

Análise do impacto da substituição da DOAR pela DFC: um estudo sob a perspectiva do *value-relevance*

Impact analysis of replacing the SSAF by the CFS: a study from a value-relevance perspective

Marcelo Alvaro da Silva Macedo

Professor Adjunto da Universidade Federal do Rio de Janeiro do Departamento de Contabilidade da Faculdade de Administração e Ciências Contábeis
E-mail: malvaro.facc.ufrj@gmail.com

Márcio André Veras Machado

Professor Adjunto do Departamento de Administração e do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal da Paraíba
E-mail: mavmachado@hotmail.com

Fernando Dal Ri Murcia

Professor Doutor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo do Departamento de Contabilidade e Atuária
E-mail: fernandomurcia@hotmail.com

Márcia Reis Machado

Professor Adjunto do Departamento de Finanças e Contabilidade da Universidade Federal da Paraíba
E-mail: marcia@mmconsultoria.srv.br

Recebido em 01.12.2010 - Aceito em 07.02.2011 - 4ª. versão aceita em 10.12.2011

RESUMO

Nos últimos 40 anos, diversos estudos têm se voltado para a discussão da relevância da informação contábil. São os denominados estudos de *value relevance* da informação contábil. Neles utilizam-se estudos, variáveis contábeis para tentar explicar o comportamento do preço das ações. O foco é verificar, por meio de análise de regressão, se certa informação contábil tem conteúdo informacional para o mercado de capitais. Nesse contexto insere-se este artigo, que tem por objetivo analisar o impacto da substituição da DOAR (Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos) pela DFC (Demonstração dos Fluxos de Caixa), implementada pelas mudanças nas normas contábeis brasileiras vigentes para o exercício de 2008. Para tanto, analisa-se a questão do *value relevance* das origens de recursos das operações (OROPA) provenientes da DOAR e do fluxo de caixa operacional (FCOPA) proveniente da DFC, para os exercícios de 2005 a 2007, das empresas não financeiras de capital aberto listadas na base de dados Melhores e Maiores da FIPECAFI-EXAME. As evidências empíricas encontradas apontam que o Fluxo de Caixa Operacional (FCOPA) é mais relevante que as Origens de Recursos das Operações (OROPA) para o mercado de capitais, sugerindo que a substituição da DOAR pela DFC foi benéfica para os usuários da informação contábil no Brasil, pois acrescentou relevância às informações, embora estudos anteriores tenham apontado a DOAR como uma demonstração mais rica em informação, ou seja, uma demonstração que permite ao usuário extrair dela mais informação. Uma justificativa plausível para esse achado é o fato de a DFC ser uma demonstração mais fácil de ser compreendida e mais amigável, principalmente para os usuários menos familiarizados com a Contabilidade, o que faz com que seja mais utilizada.

Palavras-chave: *Value relevance*, DOAR, DFC, Lei 11.638/07, Convergência das normas contábeis.

ABSTRACT

Over the past 40 years, several studies have discussed the relevance of accounting information. These are the so-called value-relevance studies of accounting information. In these studies, accounting variables are used to try and explain stock price behavior. The focus is to verify, through regression analysis, if certain accounting information has information contents for the capital market. That is the context for this article, which aims to analyze the impact of replacing the SSAF (Statement of Sources and Applications of Funds) by the SCF (Statement of Cash Flows), implemented through changes in Brazilian accounting standards valid for the financial year 2008. Therefore, it analyzes the question about the value relevance of the operational sources of funds (ORO) from SSAF and operating cash flow (FCO) from the SCF, for the years 2005 to 2007, of non-financial publicly-traded corporations listed in the database *Melhores e Maiores* of FINECAFI-EXAME. Empirical evidence supports that the replacement of the SSAF by the SCF was beneficial for accounting information users in Brazil, although previous studies have pointed to the SSAF as a richer statement in terms of information, i.e. a statement that allows users to extract more information. A plausible explanation for this finding is that the SCF is an easier to understand and more user-friendly statement, especially for users who are less familiar with accounting, so that it is more used.

Keywords: Value relevance. SSAF. CFS. Law 11.638/07. Accounting standards convergence.

1 INTRODUÇÃO

De acordo com o item 12 do Pronunciamento Conceitual Básico – Estrutura Conceitual para a Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis, do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), “o objetivo das demonstrações contábeis é fornecer informações sobre a posição patrimonial e financeira, o desempenho e as mudanças na posição financeira da entidade, que sejam úteis a um grande número de usuários em suas avaliações e tomadas de decisão econômica”.

Nesse contexto, nota-se que a informação contábil relevante contribui para a redução da assimetria informacional existente entre os usuários internos (gestores, executivos, etc.) e os usuários externos da empresa (acionistas, credores, governo, etc.). Isso ocorre, pois os usuários internos possuem mais informações acerca da companhia que os usuários externos e, conseqüentemente, podem aumentar a utilidade das informações contábeis por meio da identificação de certos eventos e de seus possíveis efeitos na empresa.

Essa visão acerca da utilidade da Contabilidade, caracterizada como sua capacidade de reduzir a assimetria informacional, também é enfatizada pelos órgãos reguladores

internacionais. Em 2006, por exemplo, o *Financial Accounting Standards Board* (FASB), com a colaboração do *International Accounting Standards Board* (IASB), elaborou uma publicação intitulada *Visões Preliminares acerca de um Novo (Melhorado) Arcabouço Conceitual para a Divulgação Contábil (Preliminary Views on an Improved Conceptual Framework for Financial Reporting)*, abordando o assunto. Nesse documento, percebe-se que ambos concordam em que o principal objetivo das demonstrações contábeis é fornecer informações relevantes para a tomada de decisão dos usuários.

De maneira geral, entende-se como informação relevante aquela capaz de fazer diferença nas decisões dos usuários. Aparentemente, isso ocorre de duas formas:

- ♦ auxiliando o usuário na avaliação dos efeitos potenciais de transações passadas, presentes e futuras nos fluxos de caixa futuros (valor preditivo) e/ou
- ♦ confirmando ou corrigindo suas avaliações anteriores (valor confirmatório).

A lógica é que a informação relevante faz com que a decisão do usuário seja alterada pela sua utilização, ou seja, o usuário toma uma decisão diferente da que teria tomado

caso não tivesse determinada informação. Assim, pode-se dizer que o valor da informação para o usuário é justamente a diferença entre o nível de utilidade esperada anterior e posterior ao *disclosure* contábil. Em suma, é possível afirmar que a utilidade das demonstrações contábeis depende, fundamentalmente, da relevância das informações que elas produzem e divulgam aos usuários, de forma a auxiliá-los na previsão de fluxos de caixa futuros.

As pesquisas que buscam investigar a relação entre os valores de mercado das empresas e números contábeis são denominadas “*value relevance*”. Tais estudos objetivam verificar a relevância de determinada informação contábil para o mercado de capitais. Em outras palavras, uma informação contábil é considerada relevante se ela estiver correlacionada com os valores de mercado da empresa. De certa forma, objetiva-se verificar se tais informações estão refletidas no preço das ações das empresas.

Uma parte desses estudos, procura comparar padrões alternativos ou novos a padrões já existentes denominados de Estudos de Associação Relativa. Em outras palavras, procura verificar qual é a prática contábil mais *value relevant*. Dentre os estudos dessa natureza, estão os que comparam informações em diferentes GAAPs (*Generally Accepted Accounting Principles*) e mudanças nos padrões contábeis, como no caso da harmonização às normas internacionais em andamento em vários países.

No Brasil, esse processo de harmonização teve como marco principal a sanção da Lei 11.638/07, que modificou a Lei 6.404/1976 (Lei das Sociedades por Ações), principalmente em suas disposições de natureza contábil. Dentre as principais alterações trazidas pela 11.638/07, encontra-se a substituição da Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (DOAR) pela Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC).

Até a aprovação da referida lei, ainda não se exigia, no Brasil, a publicação da DFC, ape-

sar de algumas empresas a divulgarem de maneira voluntária. Nesse sentido, é importante mencionar que tal substituição (da DOAR pela DFC) já era esperada, haja vista o processo de convergência das normas brasileiras para as normas internacionais de contabilidade, emitidas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB).

É nesse contexto que se insere este trabalho, pois se procura analisar o impacto da substituição da DOAR pela DFC, por meio do estudo de *value relevance* das informações sobre fluxo de caixa operacional (FCOPA) e origem de recursos das operações (OROPA).

Sendo assim, o problema de pesquisa consiste em verificar se existe diferença no *value relevance* entre as informações advindas da DOAR (padrão contábil anterior) e as advindas da DFC (padrão contábil atual).

O estudo tem por objetivo analisar se houve impacto no conteúdo informacional das demonstrações contábeis por conta das alterações advindas da Lei 11.638/07, mais especificamente pela substituição da DOAR pela DFC. Para tanto, será feita uma comparação do R^2 das regressões (*pooling*) entre uma *proxy* de cada demonstração contábil sob estudo, as Origens de Recursos Operacionais (OROPA), para a DOAR, e o Fluxo de Caixa Operacional (FCOPA), para a DFC, como variável independente, e uma *proxy* do preço das ações, como variável dependente, para o período de 2005 a 2007, das empresas não financeiras de capital aberto listadas entre as 500 melhores e maiores empresas, segundo a publicação anual da Revista Exame, mantida pela Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuárias e Financeiras – FINECA-FI. Desse modo, são as seguintes as questões de pesquisa:

- ♦ existe mudança de *value relevance* por conta das alterações no padrão contábil brasileiro ocasionadas pela substituição da DOAR pela DFC?
- ♦ se existe, qual informação é mais *value relevant*?

É importante destacar que o presente estudo testou apenas duas informações, as Origens de Recursos Operacionais (OROPA) e o Fluxo de Caixa Operacional (FCOPA), presentes na DOAR e na DFC

respectivamente. Em outras palavras, a comparação foi realizada por meio apenas de duas *proxies* das referidas demonstrações. Portanto, os resultados encontrados na pesquisa estão sujeitos a essa limitação.

2 A QUESTÃO DO VALUE-RELEVANCE: O ESTUDO DA RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

De acordo com Brown, Lo e Lys (1999), o estudo de *value relevance* das informações contábeis é o foco de diversos estudos em Contabilidade, desde a década de 1960. Segundo Iudícibus e Lopes (2004), esses estudos, de maneira geral, buscam verificar vários aspectos relacionados ao conteúdo informacional das demonstrações contábeis para o mercado de capitais, tendo como base os preceitos da hipótese dos mercados eficientes (EMH) de que os preços das ações refletem toda e qualquer informação relevante e disponível e ajustam-se em função desse conjunto de informações (FAMA, 1970). Daí a explicação de que o foco desses estudos está em capturar como o mercado de capitais reage (ao longo do tempo e em *cross section*) às informações apresentadas nas demonstrações contábeis.

Barth, Beaver e Landsman (2001) enfatizam esse aspecto da pesquisa sobre *value relevance*. Os autores destacam que se uma informação contábil tem impacto no preço das ações é porque essa informação é relevante para o mercado de capitais. Por conseguinte, o principal intuito de estudos dessa natureza é verificar se dada informação contábil é relevante para o mercado de capitais, pelo menos a um certo nível de significância. Ou seja, se a informação contábil está minimamente refletida no preço das ações das empresas.

Esses estudos, ressaltam Brown, Lo e Lys (1999), são normalmente conduzidos mediante a aplicação de análises de regressão, tendo como variável dependente uma *proxy* relacionada ao preço das ações e, como variáveis independentes, as informações contábeis, sendo mais comum o uso de *proxies* re-

lacionadas ao lucro e ao patrimônio líquido.

O conceito de *value relevance* é amplamente discutido. Francis e Schipper (1999) adotam um conceito segundo o qual *value relevance* de uma informação contábil é a capacidade desta de capturar/sumarizar informações que determinam/impactam os preços das ações. Já para Barth, Beaver e Landsman (2001), em termos mais operacionais da pesquisa em *value relevance*, uma informação contábil é considerada relevante se estiver significativamente associada ao valor de mercado das empresas. Assim sendo, os testes conduzidos focam os coeficientes de determinação e das informações contábeis na equação de regressão. Em outras palavras, para ser relevante, a informação contábil precisa ter o coeficiente de determinação e seu coeficiente na equação de regressão significativamente diferentes de zero.

Segundo Kothari (2001) e Iudícibus e Lopes (2004), os trabalhos pioneiros nessa linha foram os de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968). Na sequência desses trabalhos, outros autores buscaram verificar essa relação, melhorando e aprofundando sua análise. Dentre esses estudos, destacam-se os seguintes: Foster (1977); Beaver, Clarke e Wright (1979); Beaver, Lamber e Morse (1980); Board e Walker (1990); Strong e Walker (1993); Collins, Maydew e Weiss (1997); Collins, Pincus e Xie (1999); Francis e Schipper (1999); Brown, Lo e Lys (1999) e Lopes (2001, 2002).

Mais especificamente no Brasil, podem-se listar alguns outros trabalhos que também estudaram a relevância das informações contábeis, tais como os de Sarlo Neto (2004); Cos-

ta e Lopes (2007); Lopes, Sant'Anna e Costa (2007); Galdi e Lopes (2008); Bastos et al. (2009); Malacrida (2009) e Zanini, Cañibano e Zani (2010).

De maneira geral, utilizando-se a taxonomia proposta por Houlthausen e Watts (2001), podem-se classificar os estudos de *value relevance* em três grandes grupos:

- ♦ Estudos de Associação Relativa: têm como objeto analisar a associação entre o preço das ações e valores contábeis calculados por novos padrões contábeis propostos em relação aos valores de padrões antigos;
- ♦ Estudos de Associação Incremental: têm como objeto analisar se determinadas práticas contábeis são úteis para explicar o preço das ações;
- ♦ Estudos de Conteúdo Informacional Marginal: têm como objetivo analisar se um valor contábil específico acrescenta informação para os investidores.

Segundo Brown, Lo e Lys (1999) e Kothari (2001), alguns dos estudos sobre *value relevance* mostram que a relevância da informação contábil difere em relação ao regime ou conjunto de normas contábeis estabelecidas, ou seja, aos denominados GAAPs (*Generally Accepted Accounting Principles*) alternativos. Cabe ressaltar que, nesse sentido, em 2001, foram publicados os artigos de Houlthausen e Watts (2001) e de Barth, Beaver e Landsman (2001), que discutiam a importância e o impacto das pesquisas de *value relevance* no estabelecimento de padrões e normas contábeis.

De outro modo, alguns estudos mostram o impacto de possíveis mudanças nos padrões contábeis, abordando diferenças de relevância da informação entre GAAPs locais e as normas do FASB e/ou do IASB, por exemplo. Nesse contexto, há estudos que comparam as mesmas demonstrações apresentadas em GAAPs diferentes ou, mais recentemente, o impacto no *value relevance* das mudanças advindas da harmonização contábil com as normas internacionais (IFRS).

Alguns estudos vêm essa questão sob essa perspectiva de harmonização com as normas internacionais. Percebe-se, contudo, que não há um consenso, pois alguns trabalhos apontam melhorias de *value relevance* com a adoção do IFRS e alguns mostram não haver impacto significativo ou haver até mesmo redução da relevância de certas informações contábeis. Apesar disso, muitos autores, tais como Barth, Beaver e Landsman (2001) e Barth, Landsman e Lang (2008), defendem que a aplicação de padrões uniformes de maior qualidade deveria trazer informações contábeis mais relevantes.

O artigo de Barth, Landsman e Lang (2008) aponta que, de maneira geral, a adoção de normas internacionais (IFRS) em empresas de 21 países leva a mais *value relevance* das informações contábeis quando comparada com a adoção de padrões locais.

O trabalho de Hung e Subramanyam (2007) revela que o ativo total e o patrimônio líquido, bem como a variação do lucro e do patrimônio líquido, são mais *value relevant* no IFRS do que no padrão da Alemanha (HGB).

O estudo de Morais e Curto (2009) mostra que, nos países europeus, as informações em IFRS são mais *value relevant* que as informações em GAAPs locais. Os autores também ressaltam que o *value relevance* das informações contábeis é tanto maior quanto maior for a separação entre as contabilidades societária e fiscal.

A pesquisa de Kadri, Aziz e Ibrahim (2009) mostra que a mudança de padrão contábil na Malásia para o IFRS trouxe impactos significativos no *value relevance* do patrimônio líquido, pois este só passou a ser relevante com as normas internacionais. Por outro lado, o trabalho de Niskanen, Kinnunen e Kasanen (2000), para empresas na Finlândia, indica que a mudança nos lucros do padrão local para o IFRS não trouxe incremento significativo de *value relevance* para essa informação contábil. Isso é corroborado pelo estudo de

Morais e Curto (2008), segundo o qual, para empresas de Portugal, os resultados apresentam uma redução do *value relevance* com a adoção das normas internacionais do IASB.

Especificamente sobre mudanças de normas contábeis que envolvem a obrigatoriedade da publicação da DFC, o trabalho de Vishnani e Shah (2008) evidencia que as novas informações trazidas pela DFC na Índia não são *value relevant*.

Uma questão que pode ser observada nesses estudos é que só não se encontra melhoria significativa no *value relevance* das informações contábeis quando a pesquisa é conduzida com uma amostra de empresas de um único país. Quando a análise envolve uma amostra de empresas de vários países juntas, os resultados corroboram a melhoria da qualidade das informações trazida pela harmonização com as normas internacionais.

Outros estudos fazem comparações en-

tre GAAPs diferentes, mas também mostram divergências em seus achados. O trabalho de Hung (2001) aplica o estudo de *value relevance* em países com diferentes normas contábeis no que diz respeito ao nível de proteção dos acionistas. Os resultados revelam que existe diferença significativa no *value relevance* dos *accruals*. O estudo de Van der Meulen, Gaeremynck e Willekens (2007) indicam não existir diferença significativa no *value relevance* entre o lucro apresentado em US-GAAP e o lucro em IFRS para empresas do *German New Market*. Por outro lado, o estudo de Costa e Lopes (2007) compara as informações contábeis em US-GAAP e BR-GAAP para empresas brasileiras com ADRs. Os resultados mostram que as informações em US-GAAP possuem igual ou menor relevância que as informações em BR-GAAP, apesar de os ajustes efetuados no PL serem relevantes.

3 DEMONSTRAÇÃO DAS ORIGENS E APLICAÇÕES DE RECURSOS (DOAR) E DEMONSTRAÇÃO DOS FLUXOS DE CAIXA (DFC)

Em 28 de dezembro de 2007, foi sancionada a Lei 11.638, que modificou a Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades por Ações), principalmente em suas disposições de natureza contábil. Dentre as principais alterações trazidas pela Lei 11.638/07, encontra-se a substituição da Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (DOAR) pela Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC).

Essa substituição da DOAR pela DFC já era esperada, visto o processo de convergência das normas brasileiras de contabilidade com as normais internacionais. Além disso, muitas empresas já vinham publicando voluntariamente a DFC; em alguns casos específicos, essa publicação já era obrigatória, como, por exemplo, para empresas de energia elétrica, por exigência da ANNEL, empresas do novo mercado, por exigência da BOVES-

PA, e empresas brasileiras com registro na bolsa de valores norte-americana ou em outro país onde a DFC já fosse uma demonstração obrigatória.

Muito antes da promulgação da Lei 11.638/07, estudiosos já discutiam essa possível mudança e diversos estudos foram desenvolvidos, especialmente levantando as vantagens e limitações das referidas demonstrações.

Salienta-se que o objetivo deste estudo não é apontar a melhor demonstração, mas sim analisar se houve impacto no conteúdo informacional por conta das alterações advindas da Lei 11.638/07, mais especificamente pela substituição da DOAR pela DFC, o que requer uma breve abordagem conceitual da DOAR e DFC, apresentada a seguir.

3.1 Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (DOAR)

A Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (DOAR) tem por objetivo apresentar de forma ordenada e sumarizada as informações relativas às operações de investimento e financiamento de uma empresa, em determinado período, bem como alterações na posição financeira da empresa (IUDÍCIBUS; MARTINS; GELBCKE, 2007). Essa demonstração auxilia na compreensão de como e por que a posição financeira da empresa mudou de um período para outro.

Para a elaboração da DOAR, os financiamentos são representados pelas origens de recursos, enquanto os investimentos são representados pelas aplicações. Ressalta-se que os recursos de que trata a DOAR não se restringem ao dinheiro ou disponibilidade, como é o caso da DFC, mas ao capital circulante líquido, que contabilmente pode ser representado pelo Ativo Circulante menos o Passivo Circulante. De certo modo, esse conceito de capital circulante líquido é difícil de ser compreendido, por ser abstrato, e, em razão disso, constituir um dos motivos que justificam a substituição da DOAR pela DFC.

Na DOAR, as aplicações de recursos decorrem de aumentos dos investimentos de longo prazo (ativos não circulantes) ou de transferência de financiamentos (passivos) de longo prazo para o curto prazo.

As origens de recursos são divididas em três grandes grupos: operações, acionistas e terceiros. As origens dos acionistas e de terceiros representam aumentos de capital integralizados pelos sócios e empréstimos obtidos de credores, respectivamente. Já a origem de recursos das operações (ORO) representa aumentos de capital decorrentes da atividade operacional da empresa, o qual pode ser obtido ajustando-se o lucro do período pelas receitas e despesas que não afetam o capital circulante líquido (CCL) e demais resultados não oriundos das atividades

operacionais, a exemplo de ganhos e perdas com a alienação de imobilizado, e constitui a principal fonte de recurso, para empresas com fins lucrativos.

3.2 Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC)

A Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) exigida pela Lei 11.638/07 deve seguir as orientações do Pronunciamento Técnico CPC 03 – Demonstração dos Fluxos de Caixa, elaborado com base nas normas internacionais de contabilidade (IFRSs).

De acordo com Iudícibus, Martins e Gelbcke (2007), o objetivo primário da DFC é prover informações relevantes sobre os pagamentos e recebimentos, em dinheiro, de uma empresa, ocorridos durante um determinado período, ou seja, sobre quanto entrou de dinheiro no caixa e quanto saiu de dinheiro, reduzindo o caixa.

Para fins dessa demonstração, o conceito de caixa é ampliado, contemplando, além de numerário em espécie e depósitos bancários, as aplicações financeiras de curto prazo de alta liquidez e insignificante risco de mudança de valor, o que é denominado de equivalente de caixa.

Segundo esses mesmos autores, as informações apresentadas na DFC, principalmente quando analisadas com as demais demonstrações financeiras, permitem que os usuários avaliem:

- (i) a capacidade da empresa de gerar fluxos de caixa futuros;
- (ii) a capacidade da empresa de honrar seus compromissos, pagar dividendos e retornar empréstimos obtidos;
- (iii) a liquidez, solvência e flexibilidade financeira;
- (iv) a taxa de conversão de lucro em caixa;
- (v) os efeitos das transações de investimento e financiamento sobre a posição financeira da empresa, etc.

Diferentemente da DOAR, em que os re-

curso são evidenciados em termos de origens e aplicações, o formato adotado na DFC é o de classificação das movimentações de caixa por grupo de atividade: operacional, investimentos e financiamentos.

As atividades operacionais são aquelas relativas à produção e entrega de bens e serviços e se relacionam, geralmente, com as transações que aparecem na Demonstração do Resultado do Exercício (DRE). Os fluxos de caixa relacionados às atividades de investimento são decorrentes, geralmente, do aumento e diminuição dos ativos de longo prazo utilizados na produção de bens e serviços. Por fim, os fluxos oriundos das atividades de financiamento relacionam-se com os empréstimos de credores e investidores à entidade (IUDÍCIBUS; MARTINS; GELBCKE, 2007).

Consequentemente, o fluxo de caixa operacional (FCO) resulta das movimentações (entradas e saídas) de caixa que não estão associados às atividades de financiamento e investimento da empresa.

Um dos problemas observados na DFC consiste na classificação das entradas e saídas de caixa, segundo a natureza da transação que por vezes pode acarretar ambiguidades, a exemplo dos fluxos de caixa referentes a juros, dividendos e juros sobre o capital próprio. Os juros pagos e recebidos, bem como os dividendos e os juros sobre o capital próprio recebidos, podem ser classificados como fluxos de caixa operacionais, uma vez que compõem o lucro ou o prejuízo do exercício. Sob outro ponto de vista, os juros pagos podem ser compreendidos como custos da obtenção de recursos financeiros, podendo, portanto, alternativamente, ser classificados nos fluxos de financiamento, mantendo coerência com a classificação de recebimentos e pagamentos dos empréstimos, como atividade de financiamento. Já os juros, os dividendos e os juros sobre o capital próprio recebidos podem ser vistos como retornos dos investimentos realizados, e

assim classificados nos fluxos de caixa das atividades de investimentos. Quanto aos dividendos e juros sobre o capital próprio pagos, como representam uma distribuição de caixa gerada pelo lucro líquido e não uma despesa que reduz o lucro, devem ser classificados como atividade de financiamento e, alternativamente, podem ser classificados nas atividades operacionais, com o objetivo de evidenciar a capacidade da empresa de pagar dividendos e juros sobre o capital próprio utilizando os fluxos de caixa operacionais.

Mesmo reconhecendo as possibilidades de entendimento, o CPC 03 – Demonstração dos Fluxos de Caixa recomenda a classificação dos juros, recebidos ou pagos, e dos dividendos e juros sobre o capital próprio recebidos como fluxos de caixa das atividades operacionais, e dos dividendos e juros sobre o capital próprio pagos como fluxos de caixa das atividades de financiamento.

No que diz respeito à classificação dos juros, recebidos ou pagos, como atividades operacionais, a recomendação do CPC 03 parece de fato pouco coerente. Os juros pagos, por exemplo, estão relacionados à estrutura e ao custo de capital da empresa. Portanto, deveriam de fato ser classificados no grupo de financiamento e não no grupo das atividades operacionais.

Do mesmo modo, é importante destacar que a parte do pagamento dos empréstimos relacionada à devolução do principal deve ser classificada nas atividades de financiamento. Em outras palavras, seguindo a recomendação do CPC 03, os pagamentos de empréstimos e financiamentos devem ser segregados, sendo a parte referente à devolução do principal classificada no grupo das atividades de financiamento e a parte referente aos juros classificada nas atividades operacionais. Logo, além de pouco coerente, tal tratamento é confuso.

Já no que diz respeito aos juros recebidos,

é igualmente criticável a recomendação do CPC 03 de classificá-los no grupo das atividades operacionais. Isso porque, para uma empresa não financeira, emprestar dinheiro não faz parte de sua atividade fim. Em outras palavras, para tal tipo de empresa, a concessão de empréstimos e financiamento é uma atividade secundária realizada com vistas à gestão de seus ativos e passivos financeiros, isto é, visando a remuneração do capital em linha com a política de administração financeira da empresa. Logo, esses juros, que representam a remuneração do capital investido, deveriam de fato ser classificados no grupo das atividades de investimento.

É importante igualmente ressaltar que essas possibilidades permitidas pelo CPC 03, e também pela IAS 7, têm sido alvo de críticas por parte da comunidade acadêmica da área contábil. Isso porque, além de tecnicamente incoerentes, possibilitam comportamentos oportunistas. Em outras palavras, além de prejudicarem a comparabilidade entre empresas, possibilitam o gerenciamento dos fluxos de caixa pelos responsáveis pela elaboração e publicação das demonstrações contábeis. Nesse contexto, tais tratamentos prejudicam a relevância da informação contábil para fins de tomada de decisão econômica.

Ainda a respeito das críticas acerca da normatização da Demonstração do Fluxo de Caixa, é mister salientar que, com as convergências para as normas internacionais, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis possui, de fato, pouca liberdade para quaisquer alterações no formato e no escopo da referida Demonstração. Isso porque os Pronunciamentos Técnicos, Interpretações e Orientações emitidos pelo CPC não podem estar em desacordo com as normas internacionais emitidas pelo IASB. Afinal, caso isso acontecesse, a convergência das normas brasileiras com as normas internacionais não seria atingida.

Nesse contexto, para haver alterações na forma de apresentação da DFC, por exemplo, seriam necessárias, primeiramente, alterações

pelo IASB e, só então, pelo CPC. Do mesmo modo, dado que o IASB possui um projeto conjunto com o FASB, órgão normatizador norte-americano, qualquer alteração precisa fazer parte dessa agenda conjunta.

Especificamente no que diz respeito à forma de apresentação da DFC, percebe-se que certas classificações são igualmente preconizadas pelo IASB, como, por exemplo, a classificação dos juros pagos como atividade operacional. A justificativa do órgão norte-americano para essa classificação é de que os itens que transitam pela DRE devem ser mantidos no fluxo de caixa operacional.

Portanto, apesar das críticas ao CPC 03, é importante ressaltar essa pouca liberdade do órgão brasileiro, que até tentou dar tratamento melhor ao assunto, encorajando uma determinada classificação, mas não poderia deixar de permitir tudo o que o IASB permite, uma vez que, se assim o fizesse, utilizaria uma norma local diferente da internacional.

A elaboração do fluxo de caixa operacional pode ser feita tanto pelo método direto, quanto pelo indireto. Pelo método direto, a demonstração apresenta exatamente quanto entrou de dinheiro no caixa e quanto saiu de dinheiro, reduzindo o caixa. Por sua vez, o método indireto parte do lucro líquido, excluindo todas as receitas, acrescentando todas as despesas que não afetaram o caixa ou que se referem às atividades de investimento e financiamento, e ajustando os efeitos de quaisquer diferimentos ou apropriações por competência sobre recebimentos ou pagamentos de caixa decorrentes das atividades operacionais passadas ou futuras. De modo bastante simplificado, o método indireto é uma forma de demonstrar o porquê da diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa ou entre o resultado econômico para o resultado financeiro.

Quanto à apresentação do fluxo de caixa operacional, o CPC 03 faculta a utilização tanto do método direto quanto do método

indireto, mas exige, para as empresas que optarem por utilizar o método direto, a apresentação da conciliação entre o lucro líquido e o fluxo de caixa líquido das atividades operacionais.

Cada método, direto e indireto, apresenta suas vantagens e desvantagens. O método direto, para os usuários, é mais fácil de ser compreendido, porém é mais dispendioso para ser obtido na prática. Já o método indireto é mais simples de ser elaborado, contudo mais complexo para o usuário. Independentemente dos prós e contras de cada método, a prática tem demonstrado que as empresas preferem o método indireto (ERNST & YOUNG; FIPECAFI, 2009).

A DFC, principalmente se elaborada pelo método direto, é muito mais fácil de ser compreendida que a DOAR. No entanto, “se olharmos do ponto de vista de efetiva utilidade e capacidade preditiva, veremos que a DOAR é mais rica e relevante do que o Fluxo de Caixa” (MARTINS, 1991, p. 11).

Salienta o referido autor que o fato de a DFC ser, comparativamente à DOAR, mais fácil de ser compreendida, aumenta a possibilidade de sua utilização por um número bem mais elevado de usuários. Ressalta, também, que a DFC não é uma demonstração alternativa, mas sim complementar às demais demonstrações contábeis, e que sua utilização em termos nominais, sem se considerar a inflação, pode ser um retrocesso.

A grande diferença entre DOAR e DFC está nas atividades operacionais, visto que as demais fontes de longo prazo normalmente envolvem disponibilidades, fazendo parte das duas demonstrações (LUSTOSA, 1997). Acrescenta-se também que, para a elaboração da DFC, não é permitido apresentar transações sem efeito no caixa, ou seja, operações que se compensam, como a representação na DOAR nas origens, de um financiamento dado pelo fabricante de um equipamento, e nas aplicações, do investimento feito na aqui-

sição do equipamento, mesmo que fisicamente não tenha entrada e saída de caixa. Essas transações são denominadas de transações virtuais de caixa. Como não podem compor a DFC, são transações virtuais de caixa evidenciadas apenas em notas explicativas, ao passo que, na DOAR, são evidenciadas todas as transações que afetam o capital circulante líquido (ativo circulante – passivo circulante), incluindo-se nessas as transações virtuais de caixa.

Em relação a transações virtuais de caixa, investimentos como a aquisição de imobilizado realizados a prazo não são demonstrados na DFC nem no momento da realização do investimento, nem em qualquer momento futuro. Como não é permitido apresentar as transações que não afetam o caixa, no momento da compra, por ser a prazo, não constará na DFC o investimento realizado; e o pagamento, o desembolso de caixa, será considerado como atividade de financiamento, não retratando adequadamente a essência da transação. Caso fosse possível considerar o caixa virtual, a empresa registraria uma entrada de caixa decorrente de um financiamento e, simultaneamente, uma saída para a aquisição de investimentos. Assim como no exemplo apresentado, também constituem transações virtuais de caixa a compra e a venda financiada de matérias/mercadorias, conversões de dívidas em capital, etc.

Finalmente, o fluxo de caixa operacional não tem o ajuste de *accruals* e parece sofrer severamente de problemas de confrontação e volatilidade. Há evidências de que o uso de tais ajustes de competência suaviza esses problemas (CUNHA, 2006).

Com base nos aspectos discutidos nesta seção, percebe-se que a DOAR e a DFC apresentam similaridades, mas também algumas diferenças, que resultam em vantagens e desvantagens para os usuários da informação contábil. O Quadro 1 sumariza uma análise comparativa dessas duas demonstrações.

Quadro 1 DOAR x DFC

	Similaridades	Diferenças	(Des)vantagens
Objetivos	Ambas as demonstrações evidenciam as variações na posição financeira da empresa em determinado período.	A DOAR utiliza o conceito de capital circulante líquido, enquanto que a DFC utiliza o conceito de caixa e equivalentes de caixa.	O conceito de caixa, utilizado na DFC, é de mais fácil entendimento para o usuário do que o conceito de capital circulante líquido, utilizado na DOAR.
Formato de Apresentação	A DOAR e a DFC, (quando elaboradas pelo método indireto) utilizam o lucro líquido do exercício como ponto de partida.	Na DOAR, os recursos são evidenciados em termos de origens e aplicações, enquanto que na DFC são divididos em grupos de atividades: operacional, investimentos e financiamento.	Apesar de a divisão em atividades apresentada na DFC ser didática, ela apresenta diversas questões polêmicas no que tange à classificação, como, por exemplo, dividendos e juros pagos e recebidos. Tais classificações podem prejudicar a interpretação da demonstração.
Regime	Não há.	A DOAR utiliza o regime de competência e a DFC, o regime de caixa.	O regime de caixa pode levar a interpretações equivocadas sobre o resultado da operação.
Relevância para Credores	Ambas as demonstrações permitem analisar a solvência da empresa, fundamental na análise do risco de crédito.	Na DOAR, a análise da solvência da empresa utiliza o conceito amplo de fundos (CCL), enquanto na DFC essa análise é baseada no conceito restrito de caixa.	Para previsão de inadimplência, o conceito de caixa restrito utilizado na DFC é considerado tecnicamente melhor, visto que alguns itens do CCL, como, por exemplo, os estoques e contas a receber, podem não se transformar em caixa.
Relevância para Acionistas	Ambas as demonstrações permitem fazer previsões de lucros e fluxos de caixa futuros, frequentemente utilizados por aqueles interessados em fazer uma análise fundamentalista da empresa.	Os indicadores de desempenho fornecidos pelas demonstrações são distintos: o ORO é influenciado pelos <i>accruals</i> , enquanto que FCO é influenciado pelas mudanças na política de pagamento e recebimento da empresa.	O conceito de fluxo de caixa operacional (FCO) é mais <i>user friendly</i> que o conceito de origem de recursos das operações (ORO), e, analistas, muitas vezes, projetam series de fluxos de caixa futuros a partir do FCO.

4 METODOLOGIA

4.1 Caracterização da pesquisa

Quanto à caracterização da pesquisa, optou-se por um estudo empírico-analítico, que, segundo Martins (2002, p. 34), “[...] são abordagens que apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativos [...]. Têm forte preocupação com a relação causal entre variáveis. A validação da prova científica é buscada através de testes dos instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais”.

4.2 Amostra

O processo de amostragem é não probabi-

lístico, pois se parte de um universo naturalmente restrito, já que as empresas foram escolhidas a partir da listagem da base de dados Melhores e Maiores da FIPECAFI-EXAME. Desse modo, todo e qualquer resultado apresentado vale apenas para as empresas componentes da amostra utilizada e se refere ao período utilizado, não permitindo generalizações.

Para fazer parte da amostra, as empresas precisavam ter as seguintes características:

- ♦ ser uma empresa não financeira de capital aberto;
- ♦ ter informações disponíveis nas bases de dados Melhores e Maiores da FIPECAFI-

EXAME e Economática no período de 2005 a 2007;

- ♦ ter voluntariamente apresentado a DFC em todo o período.

As empresas financeiras foram retiradas da análise pelo fato de suas demonstrações possuírem características específicas que as diferenciam das empresas não financeiras. Além disso, o fato de considerar apenas as empresas que tenham apresentado voluntariamente a DFC constitui uma limitação do presente estudo. Isso pode trazer o viés de que apenas as empresas com bons resultados, de fluxo de caixa tenham apresentado essa demonstração e, por conseguinte, feito parte do estudo.

Quanto ao período de análise, limitou-se ao exercício de 2007, pois, a partir desse ano, com a obrigatoriedade de publicação da DFC em substituição da DOAR, raras empresas apresentaram voluntariamente a DOAR.

As regressões (*pooling*), que são feitas para análise de *value relevance*, consideram cada empresa em cada ano como uma unidade de análise. Sendo assim, a base de dados Melhores e Maiores da FIPECAFI-EXAME apresentou um total de 335 unidades de análise. Dessas, não foram encontradas informações na base de dados Economática de 88 unidades, restando para a análise 247 unidades.

Assim, a amostra final é composta dessas 247 companhias abertas e não financeiras, listadas na base de dados Melhores e Maiores da FIPECAFI-EXAME, que publicaram voluntariamente a Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC) no período de 2005 a 2007 e que tinham disponíveis as outras informações necessárias.

4.3 Modelo econométrico

Adaptando-se a metodologia de Collins, Maydew e Weiss (1997), Costa e Lopes (2007) e Moraes e Curto (2008), para analisar se houve impacto no conteúdo informacional das demonstrações contábeis por conta das alterações advindas da Lei 11.638/07, mais especificamente pela substituição da DOAR

pela DFC, fez-se uso da regressão linear, conforme Equações 1 e 2:

$$p_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 OROPA_{i,t} + \varepsilon_i \quad \mathbf{1}$$

$$p_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FCOPA_{i,t} + \varepsilon_i \quad \mathbf{2}$$

Onde:

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

α_0 = Intercepto;

α_1 = Coeficiente de inclinação;

OROPA = Variável independente, representada pela divisão da origem de recursos das operações (ORO) advindo da DOAR pelo número de ações da empresa i , no tempo t ;

FCOPA = Variável independente, representada pela divisão do fluxo de caixa operacional (FCO) advindo da DFC pelo número de ações da empresa i , no tempo t ;

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

Tendo em vista que outros fatores, além do OROPA e do FCOPA, podem influenciar o preço das ações, foram incluídas, na análise empírica, algumas variáveis de controle, de modo a aumentar a robustez da análise. Tais variáveis são: Lucro Líquido por ação (LLPA) e Patrimônio Líquido por ação (PLPA). A inclusão dessas variáveis se justifica em razão de outros estudos (listados no item 2) que já as contemplam como variáveis relevantes para análises desta natureza. Com isso, procura-se enfatizar o incremento de poder explicativo de outras variáveis àquelas já analisadas em outros estudos.

No que diz respeito ao preço das ações, considerou-se o preço da ação de maior liquidez da empresa na data de 30 de abril do ano subsequente ao da publicação das demonstrações contábeis. Essa data foi considerada como data-limite para a divulgação das demonstrações contábeis pelas empresas de nossa amostra. Em outras palavras, dado que

as empresas presentes no cenário nacional, com raríssimas exceções, encerram seu exercício social em 31 de dezembro, tem-se que, em razão das exigências legais da Comissão de Valores Mobiliários e da Lei das Sociedades por Ações, os balanços das empresas de nossa amostra já teriam sido divulgados ao final do mês de abril.

Tal consideração é importante haja vista que diversas pesquisas têm demonstrado que a divulgação das demonstrações contábeis possui impacto no preço das ações. Portanto, ao considerar uma data após a divulgação dos balanços, assumindo a existência de certa eficiência no mercado de capitais brasileiro, o presente estudo considera que o impacto das informações contidas nos balanços já está incorporado nos preços dos papéis das empresas, sendo possível, assim, apesar das devidas restrições, compará-las.

A origem de recursos das operações (ORO) nada mais é que o lucro do período ajustado pelas receitas e despesas que não afetam o capital circulante líquido (CCL) e demais resultados não oriundos das atividades operacionais. Já o fluxo de caixa operacional (FCO) é aquele que resulta das movimentações de recursos (entradas e saídas) oriundos única e exclusivamente das operações das empresas. Diferentemente da DOAR, em que os recursos são evidenciados em termos de origens e aplicações, o formato adotado na DFC é o de classificação das movimentações de caixa.

Os valores de ORO e FCO foram obtidos junto à base de dados Melhores e Maiores da FIPECAFI-EXAME. Já as informações sobre preço, LL e PL, além das informações referentes ao número de ações e aos fatores de liquidez, foram extraídas do banco de dados da Economática. Cabe ressaltar que todas as informações contábeis foram obtidas das demonstrações consolidadas das empresas, sem nenhum ajuste, ou seja, sem nenhuma reclassificação, nem mesmo para os casos de juros, dividendos e juros

sobre o capital próprio que podem ter classificações alternativas; consequentemente, o FCO pode apresentar-se subavaliado ou superavaliado, constituindo-se assim em um fator limitante da pesquisa.

De fato, essa opção de não reclassificação baseou-se no fato de que os critérios alternativos são permitidos pelo CPC 03. Em outras palavras, a classificação, por exemplo, dos juros pagos como atividades operacionais ou atividades de financiamento é permitida pelo referido Pronunciamento Contábil. Nesse contexto, optou-se em manter o tratamento escolhido pelas empresas de nossa amostra. Contudo, é importante destacar essa limitação do estudo e igualmente a crítica a tal Pronunciamento Contábil, mesmo reconhecendo que essa se deve à convergência com as normas internacionais.

Destaca-se, porém, que, por serem poucos os casos observados de tratamentos alternativos, considera-se que a não reclassificação para padronizar o FCO de todas as empresas não acarretará distorções aos resultados, em razão da grande quantidade de empresas analisadas. Entretanto, para amostras menores, sugere-se que tal fato seja levado em conta, uma vez que empresas com estruturas patrimoniais e financeiras e que realizaram as mesmas transações em determinados períodos poderiam apresentar fluxos de caixa operacionais distintos caso optassem por tratamentos contábeis distintos, conforme permitido pelo CPC 03.

Como fatores de liquidez, foram utilizados a quantidade de negócios, a quantidade de títulos negociados e o volume de negociação em unidades monetárias. Para selecionar a ação de maior liquidez, consideraram-se os três fatores simultaneamente. Nos casos em que houve divergência, utilizou-se o título com mais fatores.

Para analisar se houve impacto no conteúdo informacional das demonstra-

ções contábeis, comparou-se o R^2 das regressões. Assim, se o R^2 da Equação 2 for maior que o R^2 da Equação 1, sugere-se que houve ganho de relevância das informações contábeis com a substituição da DOAR pela DFC. Adicionalmente, fez-se uso do teste de Wald.

Finalmente, é importante destacar que o presente estudo testou apenas duas informações, o OROPA e o FCOPA, representando a DOAR e a DFC, respectivamente. Em outras palavras, a comparação foi realizada por meio de duas *proxies* das referidas demonstrações.

Isso porque, dentro do recorte de pesquisa escolhido - *value relevance studies* - não é operacionalmente possível testar as demonstrações como um todo.

Dentro desse contexto, optou-se pela utilização dessas *proxies*, que dizem respeito a entradas de recursos derivadas da atividade operacional da empresa, como forma de comparar a relevância das referidas demonstrações contábeis para o mercado de capitais. Portanto, os resultados encontrados na pesquisa estão sujeitos a essa limitação.

5 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

A Tabela 1 evidencia os resultados da regressão, utilizando o fluxo de caixa operacional (FCOPA) como variável explicativa e o preço das ações como variável dependente, conforme a Equação 2.

De acordo com a Tabela 1, painel B, a regressão estimada, considerada isoladamente, mostrou-se significativa em termos estatísticos ao nível de significância de 1%, tendo em vista

que o *p-value* obtido para a estatística *F* é inferior a 0,01. Obteve-se um coeficiente de determinação de 0,756, o qual evidenciou que 75,6% da variação no preço das ações é explicada pela variação do fluxo de caixa operacional. Quanto à significância, o painel A, da Tabela 1, por meio da estatística *t*, indica que a variável FCOPA mostrou-se significativa estatisticamente ao nível de 1%, bem como o sinal previsto.

Tabela 1 Resultados da Regressão com FCOPA e sem Variáveis de Controle

Painel A				
Variável Explicativa	Coefficiente	Erro-padrão*	Estatística <i>t</i>	<i>p</i> -valor
C	15,652	1,271	12,311	0,000
FCOPA	2,858	0,186	15,344	0,000
Painel B				
Descrição	Valor	Descrição	Valor	
R^2	0,756	Teste F (Estatística)	766,968	
R^2 ajustado	0,757	Teste F (<i>p-value</i>)	0,000	
Schwarz	8,866	Teste de White (Estatística)	7,5147	
Akaike	8,837	Teste de White (<i>p-value</i>)	0,000	
Jarque-Bera (estatística)	540,361	Durbin-Watson	2,056	
Jarque-Bera (<i>p-value</i>)	0,000	Número de Observações	247	

* erros-padrão estimados com correção para heterocedasticidade de White

A Tabela 2 evidencia os resultados da regressão, utilizando as origens de recursos das operações (OROPA) como variável explicativa e o preço das ações como variável dependente, conforme a Equação 1.

De acordo com a Tabela 2, painel B, a regressão estimada, considerada isoladamente, mostrou-se significativa em termos estatísticos ao nível de significância de 1%, tendo em vista que o *p-value* obtido para a

estatística *F* é inferior a 0,01. Obteve-se um coeficiente de determinação de 0,748, evidenciando que 74,8% da variação no preço das ações é explicada pela variação das origens de recursos operacionais. Quanto à significância, o painel A, da Tabela 2, por meio da estatística *t*, indica que a variável OROPA mostrou-se significativa estatisticamente ao nível de 1%, bem como o sinal previsto.

Tabela 2 Resultados da Regressão com OROPA e sem Variáveis de Controle

Painel A				
Variável Explicativa	Coefficiente	Erro-padrão*	Estatística <i>t</i>	<i>p-value</i>
C	14,059	1,265	11,116	0,000
OROPA	3,112	0,369	8,428	0,000
Painel B				
Descrição	Valor	Descrição	Valor	
R ²	0,748	Teste F (Estatística)	726,191	
R ² ajustado	0,747	Teste F (<i>p-value</i>)	0,000	
Schwarz	8,878	Teste de White (Estatística)	84,334	
Akaike	8,907	Teste de White (<i>p-value</i>)	0,000	
Jarque-Bera (estatística)	1847,904	Durbin-Watson	2,119	
Jarque-Bera (<i>p-value</i>)	0,000	Número de Observações	247	

* erros-padrão estimados com correção para heterocedasticidade de White

Quanto aos testes auxiliares realizados para averiguar os pressupostos da regressão, painel B das Tabelas 1 e 2, o resultado do teste de White indica que a hipótese nula de variâncias homocedásticas foi rejeitada, ao nível de 1%. Assim, os erros-padrão foram estimados com correção para heterocedasticidade de White. O teste de Durbin-Watson indica ausência de autocorrelação dos resíduos. Por fim, de acordo com o teste Jarque-Bera, a hipótese nula de que os resíduos se distribuem normalmente foi rejeitada, ao nível de 1%. No entanto, de acordo com o teorema do limite central e considerando que foram utilizadas 247 observações, o pressuposto pode ser relaxado (BROOKS, 2002). Adicionalmente, a correção de White aumen-

ta o erro-padrão, diminuindo a estatística *t*, e torna sua estimativa mais robusta.

No intuito de verificar se os resultados obtidos eram consistentes, foram incluídas variáveis de controle, que permitiriam verificar se havia alteração no sinal ou na significância estatísticas das variáveis.

Observa-se que a inclusão das variáveis de controle LLPA e PLPA não alterou a significância, nem o sinal da variável FCOPA (Tabela 3). Contudo, ao se utilizar a variável OROPA, juntamente com as variáveis de controle, observa-se uma perda de significância na variável, bem como o fato de a variável LLPA passar a ser não significativa estatisticamente (Tabela 4). Adicionalmente, percebe-se, em ambos modelos, uma pequena melhora no coeficiente de determinação ajustado.

Tabela 3 Resultados da Regressão com FCOPA e com Variáveis de Controle

Painel A				
Variável Explicativa	Coefficiente	Erro-padrão*	Estatística <i>t</i>	<i>p</i> -valor
C	12,02360	1,256411	9,569801	0,0000
LLPA	2,109502	0,928699	2,271461	0,0240
PLPA	0,302224	0,171018	1,767206	0,0784
FCOPA	1,335874	0,420900	3,173851	0,0017
Painel B				
Descrição	Valor	Descrição	Valor	
R ²	0,792	Teste F (Estatística)	308,736	
R ² ajustado	0,789	Teste F (<i>p</i> -value)	0,000	
Schwarz	8,701	Teste de White (Estatística)	4,483	
Akaike	8,758	Teste de White (<i>p</i> -value)	0,000	
Jarque-Bera (estatística)	518,178	Durbin-Watson	1,919	
Jarque-Bera (<i>p</i> -value)	0,000	Número de Observações	247	

* erros-padrão estimados com correção para heterocedasticidade de White

Quanto aos testes auxiliares realizados para averiguar os pressupostos da regressão, painel B das Tabelas 3 e 4, o resultado do teste de White indica que a hipótese nula de variâncias homocedásticas foi rejeitada, ao nível de 1%. Assim, os erros-padrão foram estimados com correção para heterocedasticidade de White. O teste de Durbin-Watson indica ausência de autocorrelação dos resíduos. De acordo com o teste Jarque-Bera, a hipótese nula de que os resíduos se distribuem normalmente foi rejeitada, ao nível de 1%. No entanto, de acordo com o teorema do limite central e considerando-se

que foram utilizadas 247 observações, o pressuposto pode ser relaxado (BROOKS, 2002). Adicionalmente, a correção de White aumenta o erro padrão, diminuindo a estatística *t* e tornando sua estimativa mais robusta. Por fim, para detectar a presença de multicolinearidade, fez-se uso dos testes FIV (*variance inflation factor*). Obteve-se um FIV de 7,506, 9,603 e 7,845 para as variáveis FCOPA, PLPA e LLPA, e 8,442, 8,545 e 7,040 para as variáveis PLAP, LLPA e OROPA, concluindo-se pela existência tolerável de colinearidade (LEVINE; BERENSON; STEPHAN, 2000).

Tabela 4 Resultados da Regressão com OROPA e com Variáveis de Controle

Painel A				
Variável Explicativa	Coefficiente	Erro-padrão*	Estatística <i>t</i>	<i>p</i> -valor
C	11,15699	1,469589	7,591915	0,0000
LLPA	1,860030	1,183148	1,572103	0,1172
PLPA	0,398434	0,182591	2,182116	0,0301
OROPA	1,316469	0,751711	1,751298	0,0812
Painel B				
Descrição	Valor	Descrição	Valor	
R ²	0,789	Teste F (Estatística)	303,095	
R ² ajustado	0,787	Teste F (<i>p</i> -value)	0,000	
Schwarz	8,872	Teste de White (Estatística)	9,791	
Akaike	8,773	Teste de White (<i>p</i> -value)	0,000	
Jarque-Bera (estatística)	411,115	Durbin-Watson	2,0879	
Jarque-Bera (<i>p</i> -value)	0,000	Número de Observações	247	

* erros-padrão estimados com correção para heterocedasticidade de White

Observa-se, pela análise do coeficiente de determinação ajustado (Tabelas 1, 2, 3 e 4), um pequeno ganho de relevância da informação contábil ao se utilizar o FCOPA em lugar da OROPA, pelo fato de aquele apresentar melhor poder explicativo, visto que o modelo que o utiliza apresentou R^2 ajustado maior, seja considerando-se as variáveis de controle, seja não as utilizando; em relação ao modelo com a OROPA e com as variáveis de controle, além de apresentar menor poder explicativo, houve perda de significância na variável OROPA.

A comparação dos modelos por meio do teste de Wald, via estatística F , é, no entanto, preferível à comparação por meio do R^2 Ajustado (HEIJ et al., 2004). Ainda de acordo com esses autores, a vantagem do teste de Wald, comparativamente a outros testes, como o teste do índice Likelihood e o teste do multiplicador de Lagrange, é que nele somente um modelo necessita ser estimado. Adicionalmente, quando o modelo mais simples a ser estimado é o modelo irrestrito, como no presente artigo, o teste de Wald é preferível. Para isso, deve-se comparar o modelo original, denominado modelo restrito (Equação 3), com o modelo com as novas variáveis explicativas acrescidas, denominado modelo irrestrito (Equações 4 e 5). O objetivo é avaliar se a inclusão das variáveis FCOPA e OROPA melhora o poder explicativo do modelo.

Para esse teste, a estatística F é calculada conforme, à Equação 6:

$$p_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 LLPA_{i,t} + PLPA_{i,t} + \varepsilon_i \quad \mathbf{3}$$

$$p_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 LLPA_{i,t} + \alpha_2 PLPA_{i,t} + \alpha_3 FCOPA_{i,t} + \varepsilon_i \quad \mathbf{4}$$

$$p_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 LLPA_{i,t} + \alpha_2 PLPA_{i,t} + \alpha_3 OROPA_{i,t} + \varepsilon_i \quad \mathbf{5}$$

$$\frac{(R^2_{IR} - R^2_R)/m}{(1 - R^2_{IR})/n - k} \quad \mathbf{6}$$

Onde: R^2_{IR} : R^2 do modelo irrestrito (Equações 4 e 5); R^2_R : R^2 do modelo restrito (Equação 3); m : número de restrições; n : número de observações; k : número de coeficientes do modelo irrestrito.

De acordo com o teste de Wald, o modelo da Equação 4 mostrou-se superior ao modelo da Equação 3, significativo ao nível de 5% (p valor de 0,001, para estatística F). Por outro lado, o modelo da Equação 5 não se mostrou superior ao modelo da Equação 3, ao nível de 5% (p valor de 0,081, para estatística F). Logo, pode-se concluir que a inclusão da variável OROPA no modelo da Equação 3 não melhora o poder explicativo, enquanto a inclusão da variável FCOPA melhora o poder explicativo do referido modelo. Portanto, pode-se concluir que a variável FCOPA possui maior *value relevance* que a variável OROPA.

6 CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Uma das principais alterações trazidas pela Lei 11.638/07, que modificou a Lei 6.404/1976 (Lei das Sociedades por Ações), foi a substituição da Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (DOAR) pela Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC).

Conforme exposto ao longo do trabalho, discussões teóricas acerca dessa substituição já vinham sendo realizadas por di-

versos pesquisadores ao longo dos últimos anos, como, por exemplo, Martins (1991) e Lustosa (1997), cujos trabalhos foram pioneiros. Contudo, de um ponto de vista empírico, não havia ainda no Brasil trabalhos que comparassem a relevância dessas duas demonstrações.

O presente trabalho buscou preencher essa lacuna, analisando se houve impacto no conteúdo informacional por conta da

substituição da DOAR pela DFC. Considerando esse contexto, analisou-se a questão do *value relevance* das Origens de Recursos das Operações (OROPA) provenientes da DOAR e do Fluxo de Caixa Operacional (FCOPA) proveniente da DFC, para os exercícios de 2005 a 2007, das empresas não financeiras de capital aberto listadas na base de dados das Melhores e Maiores da FIPECAFI-EXAME. Para isso, foram conduzidas regressões (*pooling*), de modo a comparar o OROPA com o FCOPA, utilizando-se como variável dependente o preço das ações das empresas e, como variáveis de controle, o Lucro Líquido por ação (LLPA) e o Patrimônio Líquido por ação (PLPA).

Os resultados evidenciaram que o Fluxo de Caixa Operacional (FCOPA) é mais relevante que as Origens de Recursos das Operações (OROPA) para o mercado de capitais, pois a variável OROPA não acrescentou relevância ao modelo inicial, que possuía como variáveis independentes o LLPA e o PLPA, enquanto a variável FCOPA acrescentou relevância ao modelo inicial, que possuía como variáveis independentes o LLPA e o PLPA.

Portanto, as evidências empíricas encontradas sugerem que a substituição da DOAR pela DFC foi benéfica para os usuários da informação contábil no Brasil, pois acrescentou relevância às informações, embora estudos anteriores tenham apontado a DOAR como uma demonstração mais rica em informação, ou seja, uma demonstração que permite ao usuário extrair dela mais informação. Uma justificativa plausível para esse achado é o fato da DFC ser uma demonstração mais fácil de ser compreendida e mais amigável, principalmente para os usuários menos familiarizados com a Contabilidade, o que faz com que seja mais utilizada.

Num contexto mais amplo de *value relevance* na adoção de normas internacio-

nais, percebe-se que as evidências empíricas encontradas no presente estudo reforçam os resultados obtidos por Barth, Landsman e Lang (2008), Hung e Subramanyam (2007), Morais e Curto (2009) e Kadri, Aziz e Ibrahim (2009) e contrariam os resultados de Niskanen, Kinnunen e Kasanen (2000), Vishnani e Shah (2008) e Morais e Curto (2008), pois se observou que o processo de harmonização com os padrões internacionais acrescentou relevância às informações contábeis.

Em suma, os resultados da pesquisa sugerem que as informações apresentadas pela DFC são mais relevantes que as informações apresentadas pela DOAR, pois conseguem explicar de maneira mais eficaz a variação no preço das ações das empresas pesquisadas.

Contudo, é importante ressaltar que o presente estudo testou apenas duas das muitas informações presentes na DFC e na DOAR. Na verdade, essa é uma limitação do recorte de pesquisa utilizado - a abordagem do *value relevance* - que requer a utilização de *proxies* representativas das demonstrações para a operacionalização dos modelos de regressão.

Dentro desse contexto, outras informações referentes, por exemplo, à Origem de Recursos de Terceiros na DOAR e aos Fluxos de Caixa de Investimentos e Financiamentos na DFC não foram testadas. Portanto, os resultados desta pesquisa devem ser interpretados e analisados levando-se em conta essa limitação.

Recomenda-se, igualmente, que futuras pesquisas testem diferentes *proxies* das referidas demonstrações e utilizem recortes de pesquisa distintos, como, por exemplo, a utilização de questionário, para identificar a percepção de analistas de investimento e corroborar ou refutar os resultados aqui encontrados.

Referências

- BALL, R.; BROWN, P. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, v. 6, p. 159-177, 1968.
- BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. The relevance of value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, p. 77-104, 2001.
- BARTH, M. E.; LANDSMAN, W. R.; LANG, M. H. International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research*, v. 46, n. 3, p. 467-498, 2008.
- BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T.; DAVID, M.; ROTTA, U. A. S. A Relação entre o Retorno das Ações e as Métricas de Desempenho: evidências empíricas para as companhias abertas no Brasil. *REGE*, v. 16, n. 3, p. 65-79, 2009.
- BEAVER, W. The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, v. 6, p. 67-92, 1968.
- BEAVER, W.; CLARKE, R.; WRIGHT, F. The association between unsystematic security returns and the magnitude of earnings forecast errors. *Journal of Accounting Research*, v. 17, p. 316-340, 1979.
- BEAVER, W.; LAMBERT, R.; MORSE, D. The information content of security prices. *Journal of Accounting and Economics*, v. 2, p. 3-28, 1980.
- BOARD, J. G. L.; WALKER, M. Intertemporal and cross-sectional variation in the association between unexpected accounting rates of return and abnormal returns. *Journal of Accounting Research*, v. 28, n. 1, p. 182-192, 1990.
- BROOKS, C. *Introductory econometrics for finance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2002.
- BROWN, S.; LO, K.; LYS, T. Use of R² in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades. *Journal of Accounting and Economics*, v. 28, p. 83-115, 1999.
- COLLINS, D.; MAYDEW, E. L.; WEISS, L. Changes in the value relevance of earnings and book value over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, v. 24, p. 39-67, 1997.
- COLLINS, D.; PINCUS, M.; XIE, H. Equity valuation and negative earnings: the role of book value equity. *The Accounting Review*, v. 74, p. 29-61, 1999.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). Pronunciamento Conceitual Básico – Estrutura Conceitual para a Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis. Janeiro de 2008. Disponível em: <www.cpc.org.br>. Acesso em: 10 jan. 2010.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). Pronunciamento Técnico CPC 03 – Demonstração dos Fluxos de Caixa. Junho de 2008. Disponível em: <www.cpc.org.br>. Acesso em: 10 jan. 2010.
- COSTA, F. M.; LOPES, A. B. Ajustes aos US-GAAP: estudo empírico sobre sua relevância para empresas brasileiras com ADRs negociadas em bolsa de Nova Iorque. *Revista Contabilidade & Finanças*, Edição 30 anos de Doutorado, p. 45-57, 2007.
- CUNHA, M. *Conteúdo Relativo e Incremental do Lucro e do Fluxo de Caixa das Operações no Mercado de Capitais Brasileiro*. 2006. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa Multi-institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, UnB, UFPB, UFPE e UFRN, Brasília, 2006.
- ERNST & YOUNG, FIDELITY. *Manual de normas internacionais de contabilidade: IFRS versus normas brasileiras*. São Paulo: Atlas, 2009.
- FAMA, E. F. Efficient markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (FASB). *Preliminary Views on an Improved Conceptual Framework for Financial Reporting*. July 2006. Disponível em: <<http://www.fasb.org>>. Acesso em: 10 jan. 2010.
- FOSTER, G. Quarterly accounting data: time-series properties and predictive-ability results. *The Accounting Review*, v. 52, p. 1-21, 1977.
- FRANCIS, J.; SCHIPPER, K. Have financial statements lost their relevance? *Journal of Accounting Research*, v. 37, n. 2, p. 319-352, 1999.
- GALDI, F. C.; LOPES, A. B. Relação de Longo Prazo e Causalidade entre o Lucro Contábil e o Preço das Ações: evidências do mercado latino-americano. *RAUSP - Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, v. 43, n. 2, p. 186-201, 2008.
- HEIJ, C.; de BOER, P.; FRANCES, P. H.; KLOEK, T.; van DIJK, H. K. *Econometric Methods with applications in Business and Economics*. Oxford: Oxford University Press, 2004.
- HOULTHAUSEN, R. W.; WATTS, R. L. The relevance of value relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, p. 3-75, 2001.
- HUNG, M. Accounting standards and value relevance of financial statements: an international analysis. *Journal of Accounting and Economics*, v. 30, p. 401-420, 2001.
- HUNG, M.; SUBRAMANYAM, K. R. Financial statement effects of adopting international accounting standards: the case of Germany. *Review of Accounting Studies*, v. 12, p. 623-657, 2007.
- IUDÍCIBUS, S.; LOPES, A. B. (Coords.) *Teoria Avançada da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2004.
- IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E.; GELBCKE, E. *Manual de contabilidade das sociedades por ações* (Aplicável às demais sociedades). 7. ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- KADRI, M. H.; AZIZ, R. A.; IBRAHIM, M. K. Value relevance of book value and earnings: evidence from two different financial reporting regimes. *Journal of Financial Reporting & Accounting*, v. 7, n. 1, p. 1-16, 2009.
- KOTHARI, S. P. Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, p. 105-231, 2001.
- LEVINE, D. M.; BERENSON, M. L.; STEPHAN, D. *Estatística: teoria e aplicações*. Rio de Janeiro: LTC, 2000.
- LOPES, A. B. *A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à BOVESPA*. 2001. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Faculdade de Economia,

- Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.
- LOPES, A. B. The Value Relevance of Brazilian Accounting Numbers: an Empirical Investigation. *Social Science Research Network (SSRN)*. May 2002. Disponível em: <www.ssrn.com>. Acesso em: 10 jan. 2010.
- LOPES, A. B.; SANT'ANNA, D. P.; COSTA, F. M. A Relevância das Informações Contábeis na BOVESPA a partir do Arcabouço Teórico de Ohlson: avaliação dos modelos de Residual Income Valuation e Abnormal Earnings Growth. *RAUSP - Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, v. 42, n. 4, p. 497-510, 2007.
- LUSTOSA, P. R. B. DOAR – Uma morte anunciada. *Caderno de Estudos FINECAFI*, v. 9, n.16, p.26-38, 1997.
- MALACRIDA, M. J. C. *A Relevância do Lucro Líquido versus Fluxo de Caixa Operacional para o Mercado de Ações Brasileiro*. 2009. 146f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.
- MARTINS, E. Contabilidade VS Fluxo de Caixa. *Caderno de Estudos FINECAFI*, v.2, 1991.
- MARTINS, G. *Manual para elaboração de monografias e dissertações*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- MORAIS, A. I.; CURTO, J. D. Accounting quality and the adoption of IASB Standards – Portuguese evidence. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 19, n. 48, p. 103-111, 2008.
- MORAIS, A. I.; CURTO, J. D. Mandatory adoption of IASB Standards: value relevance and country-specific factors. *Australian Accounting Review*, v. 19, n. 49, p. 128-143, 2009.
- NISKANEN, J.; KINNUNEN, J.; KASANEN, E. The value relevance of IAS reconciliation components: empirical evidence from Finland. *Journal of Accounting and Public Policy*, v. 19, p. 119-137, 2000.
- SARLO NETO, A. *A reação dos preços das ações à divulgação dos resultados contábeis: evidências empíricas sobre a capacidade informacional da contabilidade no mercado acionário brasileiro*. 2004. 243f. Dissertação (Mestrado Profissional em Ciências Contábeis) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória, 2004.
- STRONG, N.; WALKER, M. The explanatory power of earnings for stock returns. *The Accounting Review*, v. 68, n. 2, p. 385-399, 1993.
- VAN der MEULEN, S.; GAEREMYNCK, A.; WILLEKENS, M. Attribute differences between U.S. GAAP and IFRS earnings: an exploratory study. *The International Journal of Accounting*, v. 42, p. 123-142, 2007.
- VISHNANI, S.; SHAH, B. Kr. Value relevance of published financial statements – with special emphasis on impact of cash flow reporting. *International Research Journal of Finance and Economics*, v. 17, p. 84-90, 2008.
- ZANINI, F. A. M.; CAÑIBANO, L.; ZANI, J. Los Indicadores Contables Tradicionales: relevancia como explicativos del valor de la empresa en el contexto de la Nueva Economía. El Caso Brasileño. *BASE*, v. 7, n. 2, p. 82-93, 2010.