

ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE A RELEVÂNCIA DOS FLUXOS DE CAIXA DA DFC E O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS: UM ESTUDO COMPARATIVO ENTRE BRASIL E ESTADOS UNIDOS

ANALYSIS OF THE RELATIONSHIP BETWEEN THE RELEVANCE OF CASH FLOWS OF DFC AND DEVELOPMENT CAPITAL MARKETS: A COMPARATIVE STUDY BETWEEN BRAZIL AND UNITED STATES

Vinicius Gomes Martins

Universidade de Brasília, Brasil.

Endereço: R. João Batista da Silva 35, CEP: 58084-015 João Pessoa-PB. Telefone: +55(83) 88231035 / +55(83) 96104247

Email: viniciuscontabeis@hotmail.com

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/3503119831343453>

Alan Santos de Oliveira

Centro Universitário de João Pessoa, Brasil.

Endereço: R. João Batista da Silva 35, CEP: 58084-015 João Pessoa-PB. Telefone: +55(83) 88231035 / +55(83) 96104247

Email: alan_91santos@hotmail.com Lattes: <http://lattes.cnpq.br/1925215990033106>

Submissão: 07 jan. 2013. **Aprovação:** 25 abr. 2013. **Última revisão:** 02 jun. 2013. **Publicação:** 30 jun. 2013. **Sistema de avaliação:** *Double blind review*. Centro Universitário UNA, Belo Horizonte - MG, Brasil. Editor geral Prof. Dr. Mário Teixeira Reis Neto, Co editora Prof^a. Dra. Wanyr Romero Ferreira

Este artigo encontra-se disponível no endereço eletrônico:

<http://revistas.una.br/index.php/reuna/article/view/511>

Resumo

A presente pesquisa tem por objetivo analisar a relevância (*value relevance*) dos fluxos de caixa da DFC em mercados com características distintas: desenvolvidos, representado pelos Estados Unidos; e emergentes, representado pelo Brasil. Mais especificamente, avaliar qual das atividades apresenta-se como melhor *Proxy* e se o desenvolvimento dos mercados interfere na eficiência dos mesmos em absorver tais informações. Para isso, utilizou-se uma amostra de 2.338 companhias não financeiras, listadas na BM&FBovespa, e 6.107 companhias não financeiras, listadas na NYSE. Em seguida, fez-se o uso de regressão linear múltipla, em que se utilizou, como variável dependente, o valor de mercado das companhias (VME) e, como variáveis explicativas, o saldo dos fluxos de caixa operacional (FCO), de investimento (FCI) e de financiamento (FCF), aplicada em ambas as amostras. Os resultados evidenciaram que para ambos os mercados, o FCO apresentou-se como a única variável significativa, ou seja, com *value relevance*, portanto apresentou-se como melhor *Proxy* para a DFC. As evidências sugerem que a DFC apresentou um menor conteúdo informativo ao mercado norte-americano (R^2 Aj. de 64,1) ao comparar com o brasileiro (R^2 Aj. de 66,8), sugerindo que o desenvolvimento do

mercado de capitais não influenciou na eficiência do mesmo em refletir esse conjunto de informações no preço das ações.

Palavras-chave: DFC. Eficiência de Mercado. *Value Relevance*.

Abstract

This research aims to analyze the relevance (value relevance) of cash flows of the DFC in markets with different characteristics, developed, represented by the United States, and emerging, represented by Brazil. More specifically assess which of the activities is presented as best Proxy and if the development of markets interferes in efficiency thereof in absorbing such information. For this, we used a sample of 2.338 non-financial companies listed on the BM&FBovespa and 6.107 non-financial companies listed on the NYSE. Then, was used of multiple linear regression, where it was used as the dependent variable the market value of companies (VME) and as explanatory variables, the balance of operating cash flows (FCO), investment (FCI) and financing (FCF), where, were used for both samples. The results showed that for both markets, the FCO introduced himself as the only significant variable, ie, with value relevance, therefore, presented itself as the best proxy for the DFC. Evidence suggests that the DFC had a lower informational content to the U.S. market (R^2 Aj. 64,1) to compare with the Brazilian (R^2 Aj. 66,8), suggesting that the development of the capital market did not influence the efficiency of even reflect on this set of information in the stock price.

Keywords: DFC. Efficient market. Value relevance.

1. Introdução

O conteúdo informativo das demonstrações contábeis para o mercado de capitais vem sendo tema de muitas pesquisas internacionais. Esses estudos, como abordagem da teoria positiva, verificam a relevância de informações contábeis para explicar e prever o valor de mercado das empresas (BARTH; BEAVER; LANDSAMAN, 2001). No entanto acrescentam que uma informação contábil é considerada relevante (*value relevance*), quando estiver minimamente associada ao preço das ações.

Nesse sentido, baseado nas obras de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968), os fluxos de caixa são informações muito utilizadas em estudos de *value relevance*, uma vez que podem fornecer conteúdo de informação incremental e poder explicativo nos preços das ações (GEE-JUNG, 2009). Segundo Borges, Nunes e Alves (2012) a Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC), por promover uma visão direta dos fluxos de caixa ocorridos no período, segregados em atividades operacionais, de investimento e financiamento, apoiam os investidores no processo de tomada de decisão.

As evidências empíricas quanto à relevância da DFC demonstraram, em sua maioria, que os fluxos de caixas possuem conteúdo informacional relevante para o mercado de capitais (WILSON, 1986; RAYBURN, 1986; BOWEN; BURGSTHALER; DALEY, 1986; ALI, 1994; DECHOW, 1994; SLOAN, 1996; BARTOV; GOLDBERG; KIM, 2001; CHARITOU; CLUBB; ANDREOU, 2000; CHENG; YANG, 2003; CUNHA,

2006; MACEDO *et al*, 2011). Entretanto percebeu-se uma possível limitação dos estudos internacionais, tanto quanto dos nacionais, na medida em que ambos utilizaram exclusivamente a *Proxy* da DFC, o fluxo de caixa das atividades operacionais, e que a maioria das evidências é de mercados de capitais desenvolvidos.

Lopes (2002) destaca que pesquisas em mercados emergentes vêm recebendo pouca atenção da academia internacional, porque o resultado contábil perde relevância, quando os mesmos são menos desenvolvidos, justificando-se, principalmente, por condições gerais de funcionamento do mercado e pelo nível de eficiência deste. Contudo salienta que evidências advindas de mercados emergentes podem contribuir para o entendimento de eventos ocorridos nos mercados mais desenvolvidos.

Diante disso, é oportuno um estudo que compare a relevância das informações oriundas da DFC de empresas de um mercado desenvolvido com as de empresas de um mercado emergente, empregando os três fluxos de caixa (operacional, de investimento e financiamento) (LIVNAT; ZAROWIN, 1990; FRANCIS, 2010; KARUNARATHNE; HUBEI; RAJAPAKSE, 2010).

Nesse contexto, o problema que norteia a presente pesquisa é: qual a relevância das informações relativas aos fluxos de caixa das atividades operacionais, de investimentos e de financiamentos frente duas estruturas de mercados diferentes, desenvolvido e emergente?

A compreensão das diferenças entre mercados nas relações de rendimentos, fluxos de caixas e preços das ações é fundamental para as decisões de investimento internacionais e alocação eficiente dos recursos globais (BARTOV; GOLDBERG; KIM, 2001). De modo que um melhor conhecimento do funcionamento e das relações entre os mercados emergentes e desenvolvidos pode minimizar as perdas dos investidores ou maximizar o retorno esperado pelos acionistas (NOGUEIRA; LAMOUNIER, 2008).

Assim, este estudo objetiva analisar a relevância (*value relevance*) dos fluxos de caixa das atividades operacionais, de investimentos e de financiamentos em mercados com características distintas: desenvolvidos, representado pelos Estados Unidos; e emergentes, representado pelo Brasil. Mais especificamente, avaliar qual das atividades apresenta-se como melhor *Proxy* para a Demonstração de Fluxos de Caixa e se o desenvolvimento dos mercados interfere na eficiência dos mesmos em absorver tais informações.

2. Eficiência de mercado

A teoria dos mercados eficientes, desenvolvida e apresentada por Eugene Fama (1970) justificou o avanço significativo nas pesquisas empíricas de finanças com relação ao mercado de capitais, principalmente a partir da década de 60. Essa teoria possibilitou à contabilidade verificar o relacionamento dos números contábeis com a precificação dos ativos financeiros (LOPES e IUDÍCIBUS, 2012).

Fama (1970) condicionou o termo mercado eficiente a um mercado no qual os preços sempre refletem prontamente a informação disponível. Hendriksen e Van Breda (1999) adicionam que, em um mercado eficiente, as mudanças de preços no

mercado de capitais não são correlacionadas, porque os mercados são eficientes no sentido de que os preços dos títulos refletem integralmente as informações disponíveis de forma não viesada. Isto é, nenhuma informação relevante é ignorada pelo mercado e, se são relevantes, são refletidas no preço em equilíbrio dos títulos (LOPES e IUDÍCIBUS, 2012).

Fama (1970) estabeleceu ainda que, para o mercado ser eficiente, deveria possuir três condições teóricas específicas: (1) não há custos de transação na negociação de títulos; (2) toda informação disponível está igualmente disponível a todos os participantes do mercado, sem qualquer custo; e (3) todos os participantes do mercado possuem expectativas homogêneas em relação às implicações da informação disponível.

No entanto, segundo Hendriksen e Van Breda (1999), essas condições são suficientes para o modelo teórico, identificando que a condição prática de um mercado eficiente é que toda informação disponível incorpore-se aos preços dos títulos imediatamente, ou com uma demora mínima, de forma não viesada.

A teoria de Fama (1970) passou a ser conhecida como Hipótese do Mercado Eficiente (HME). Para Kothari (1987), as pesquisas sobre HME objetivam identificar e mensurar o impacto da informação contábil na formação do preço dos ativos financeiros no mercado, porque auxiliam na explicação dos efeitos das informações relevantes sobre os preços dos títulos.

Fama (1970) afirma que o mercado eficiente é classificado de acordo com o nível dos conjuntos de informações disponíveis. Para tanto, classificam-se em três níveis de eficiência, conforme QUADRO 1.

QUADRO 1 - Formas de Eficiência do Mercado

FORMA	INFORMAÇÃO	DESCRIÇÃO
Fraca	Preços do Passado	Os preços dos títulos refletem completamente as informações implícitas na sequência passada dos próprios preços.
Semiforte	Informações Públicas	Os preços dos títulos refletem toda informação publicamente disponível.
Forte	Informações Privadas	Os preços refletem integralmente tanto a informação privilegiada (ou privada) quanto toda informação publicamente disponível.

Fonte: Adaptado de HENDRIKSEN e VAN BREDA, 1999.

Barth, Beaver e Landsman (2001) ressaltam que a premissa de eficiência de mercado pode ser necessária em abordagens de *value relevance*. Nesse sentido, Lopes, Sant'Anna e Costa (2007) destacam que a maior parte da literatura referente à relevância das informações contábeis desenvolvidas nos últimos 40 anos foi aplicada em países desenvolvidos, acreditando-se que os mercados emergentes seriam pouco eficientes em termos de informações contábeis e que estas teriam pouca ou nenhuma relevância para seus mercados de capitais.

No Brasil, como afirmam Nogueira e Lamounier (2008), o mercado de capitais pode ser considerado emergente, diferente de países como EUA e Reino Unido. O que representa para autores como Burgstahler e Dichev (1997); Beaver (1998); e Barth,

Beaver e Landsman (2001) uma tendência de diminuição na significância das informações contábeis devido à eficiência do mercado brasileiro.

3. Teoria positiva da contabilidade: a abordagem do *Value Relevance*

A década de 60, com os trabalhos de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968), foi palco de uma verdadeira quebra de paradigma na pesquisa contábil, pois esta, por meio da abordagem positiva, passou a migrar da tradição normativa para uma perspectiva baseada na informação (GONÇALVES, 2008). Segundo Sarlo Neto (2004), “no ambiente de desenvolvimento da pesquisa em contabilidade, a inserção da abordagem positiva veio a fortalecer e fundamentar os estudos que procuram verificar a utilidade das práticas utilizadas pela contabilidade”.

Watts e Zimmermann (1986) salientam que os estudos normativos limitavam-se por realizar apenas prescrições de comportamento e não testes empíricos das hipóteses que suportavam previsões, verificando que o advento da teoria positiva proporcionou aos usuários das informações contábeis previsões e explicações para as consequências de suas decisões.

Segundo Dias Filho e Machado (2004), a teoria positiva tem por objetivo fornecer bases para explicar e prever determinados fenômenos, diferenciando da teoria normativa, que visa a recomendar como os dados contábeis devem ser comunicados e apresentados, procurando explicar o que deve ser, em lugar do que é (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999).

Para Yamamoto e Salotti (2006), a abordagem positiva em estudos de contabilidade aplicada no mercado de capitais utiliza os conceitos da pesquisa empírica em finanças, trazendo para a contabilidade o paradigma da eficiência de mercado. Acrescentam que a pesquisa positiva começa a utilizar a variação nos preços dos títulos, para inferir se as informações das demonstrações contábeis são úteis para os participantes do mercado.

Dentro da teoria positiva da contabilidade, uma abordagem de pesquisas vem se destacando pelo número de trabalhos em todo o mundo, o *value relevance* das informações contábeis. Nesse contexto, as pesquisas que buscam testar empiricamente a relevância das informações contábeis para o mercado de capitais consideram que a informação contábil é *value relevance*, quando a mesma é capaz de afetar o preço das ações, pelo menos a certo nível de significância ((BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001).

Ainda, para Barth, Beaver e Landsman (2001), os estudos de *value relevance* possuem objetivos específicos e hipóteses alternativas sobre relevância e confiabilidade das informações contábeis. De modo que os testes são conduzidos pela aplicação de análises de regressão, tendo como variável dependente uma *Proxy* relacionada ao valor de um título imobiliário, geralmente o preço das ações; e, como variáveis independentes, as informações contábeis (BROWN; LO; LYS, 1999).

Holthausen e Watts (2001) classificam os estudos de *value relevance* em três categorias:

- Estudos de Associação Relativa: comparam a associação entre o preço das ações (ou retornos) e valores contábeis calculados por novos padrões propostos

em relação aos valores de padrões existentes. Em geral, concluem que a prática contábil com maior R2 é mais *value relevant*;

- Estudos de Associação Incremental: verificam se determinadas práticas contábeis são úteis em explicar o valor (ou retorno) das ações (coeficientes diferentes de zero). As diferenças entre valores estimados e previstos são geralmente interpretadas como evidências de erro de mensuração nos números contábeis (nível de confiabilidade); e
- Estudos de Conteúdo Informacional Marginal: verificam se um valor contábil específico adiciona informação para um grupo de investidores (*short window studies*).

A presente pesquisa pode ser enquadrada nos estudos de conteúdo informacional incremental, uma vez que busca analisar o conteúdo informacional dos fluxos de caixas para um mercado de capitais desenvolvido, Estados Unidos; em comparação com um mercado emergente, Brasil.

4. Demonstração dos fluxos de caixa - DFC

A Demonstração dos Fluxos de Caixa – DFC, como parte integrante do conjunto das demonstrações contábeis, exerce um papel relevante, na medida em que é considerada um forte instrumento de apoio à tomada de decisão num contexto de incerteza (BORGES; NUNES; ALVES, 2012). Atualmente, diversas escolas da contabilidade mundial, por perceberem a relevância do conhecimento dos fluxos de caixa, estão substituindo as Demonstrações de Fluxos do CCL (Demonstrações de Origens e Aplicações de Recursos - DOAR) por outras que retratam as movimentações ocorridas no caixa das entidades (IUDÍCIBUS *et al.* 2009).

No Brasil, com a criação da Lei 11.638/07, que alterou a lei das sociedades por ações (Lei 6.404/76), incorporou a DFC ao conjunto de demonstrações contábeis obrigatórias em substituição da DOAR. No entanto, devido à falta de bases para elaboração e divulgação da DFC, em 2008, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis emitiu o Pronunciamento Técnico CPC 03 (revisado em 2010), alinhado com o *International Accounting Standards - IAS 7* e *Financial Accounting Standards - FAS 95*.

Para Ludícibus *et al.* (2010), a DFC, principalmente, quando analisada em conjunto com as demais demonstrações, apresenta benefícios para informação contábil, pois permite que investidores, credores e outros usuários avaliem: (1) a capacidade de a empresa gerar futuros fluxos líquidos positivos de caixa; (2) a capacidade de a empresa honrar seus compromissos, pagar dividendos e retornar empréstimos obtidos; (3) a liquidez, a solvência e flexibilidade financeira da empresa; (4) a taxa de conversão de lucro em caixa; (5) a performance operacional de diferentes empresas, por eliminar os efeitos de distintos tratamentos contábeis para as mesmas transações e eventos; (6) o grau de precisão das estimativas passadas de fluxos futuros de caixa; e (7) os efeitos sobre a posição financeira da empresa, das transações de investimento e de financiamento.

De acordo com o CPC 03 (R2), a estrutura da DFC está segregada em atividades operacionais, de investimento e de financiamento. A classificação por atividade proporciona informações que permitem aos usuários avaliarem o impacto de tais

atividades sobre a posição financeira da entidade e o montante de seu caixa e equivalentes de caixa.

Para Ludícibus et al (2010), o montante dos fluxos de caixas decorrente das atividades operacionais é um indicador de como a operação da empresa tem gerado suficientes fluxos de caixa para amortizar empréstimos, manter a capacidade operacional da entidade, pagar dividendos e juros sobre o capital próprio e fazer novos investimentos sem recorrer a fontes externas de financiamento.

Com relação aos fluxos de investimento, esse também tem papel importante, porque tais fluxos de caixa representam a extensão em que os dispêndios de recursos são feitos pela entidade com a finalidade de gerar resultados e fluxos de caixa no futuro (NORMAS TÉCNICAS – NBCT-T-3.8).

Por fim, Ludícibus et al (2010) descrevem que os fluxos de financiamento são úteis para prever as exigências sobre futuros fluxos de caixa pelos fornecedores de capital à entidade, bem como a capacidade que a empresa tem, utilizando recursos externos, para financiar as atividades operacionais e de financiamento.

Segundo Cunha (2006), investidores, para tomar decisões, possuem interesse de explicar e prever o desempenho da empresa, caracterizado pelo preço e retorno de suas ações. De modo que utilizam o fluxo de caixa para determinado objetivo. Todavia, a maioria dos estudos que avalia o conteúdo informacional da DFC limita-se à utilização exclusiva da *Proxy*, fluxo de caixa das atividades operacionais (WILSON, 1986; RAYBURN, 1986; BOWEN; BURGSTAHLER; DALEY, 1986; ALI, 1994; DECHOW, 1994; SLOAN, 1996; CHARITOU; CLUBB; ANDREOU, 2000; BARTOV; GOLDBERG; KIM, 2001; CHENG; YANG, 2003; CUNHA, 2006; MALACRIDA, 2009; DARAGHMA, 2010; SAEEDI; EBRAHIMI, 2010; MOSTAFA, 2011; MACEDO et al, 2011).

Dessa maneira, este estudo diferencia-se por utilizar os três componentes da DFC, baseado em resultados empíricos que destacaram a importância de outros componentes da DFC para o investidor (LIVNAT; ZAROWIN, 1990; FRANCIS, 2010; KARUNARATHNE; HUBEI; RAJAPAKSE, 2010; MARTINS; MACHADO; CALLADO, 2012).

5. Evidências empíricas

Na perspectiva do presente estudo, foram encontrados na literatura variados resultados do *value relevance* da DFC, conforme o desenvolvimento dos mercados. Assim, a DFC apresentava *value relevance*, principalmente, nos países que possuem mercado de capitais desenvolvidos, enquanto nos países emergentes as evidências demonstraram que as informações dos fluxos de caixa não apresentaram *value relevance*.

Nos estudos realizados em mercados de capitais desenvolvidos, destacam-se Rayburn (1986); Bowen, Burgstahler e Daley (1987); Ali (1994); Dechow (1994); Sloan (1996); Barth, Beaver e Landsman (1999); Charitou, Clubb e Andreou (2000); Barth, Cram e Nelson (2001); Bartov, Goldberg e Kim (2001); e Habib e Azim (2008).

Rayburn (1986) identificou uma associação entre fluxo de caixa operacional e *accruals* agregados com os retornos anormais das ações. Bowen, Burgstahler e

Daley (1987) encontraram evidências de que o lucro e fluxo de caixa são significativos para explicar o retorno anormal e que o fluxo de caixa possui conteúdo informacional incremental àquele fornecido pelo lucro. Para Dechow (1994), o lucro possui maior poder explicativo do retorno das ações do que medidas de fluxos de caixa, entretanto existe um aumento no poder explicativo das medidas de fluxo de caixa, quando o período de mensuração aumenta.

Em relação aos estudos realizados no mercado de capitais dos países emergentes, destacam-se as obras de Vishnani e Shah (2008); Saeedie Ebrahimi (2010); Daraghma (2010); e Mostafa (2011).

Vishnani e Shah (2008) realizaram um estudo no mercado de capitais da Índia, os seus resultados demonstraram que a DFC inserida no conjunto das demonstrações contábeis não apresentava *value relevance*. Saeedi e Ebrahimi (2010) analisaram o papel de lucros, fluxos de caixa e fatores específicos no mercado iraniano, os resultados revelaram que lucros e fluxos de caixa têm conteúdo de informação não incremental para o retorno das ações. Por fim, Daraghma (2010) e Mostafa (2011), em seus estudos no mercado de capitais da Palestina e no Egito, respectivamente, apresentaram resultados concomitantes aos dos autores supracitados, ambos revelaram que a DFC não possui conteúdo de informação relevante para o mercado de capitais.

No Brasil, ao serem comparadas com os estudos internacionais, as evidências ainda são preliminares, porém alguns estudos foram realizados com o foco na relevância da DFC para o mercado de capitais, tais como Salloti (2005); Yamamoto (2005); Souza (2006); Malacrida (2009); Macedo *et al* (2011); e Martins, Machado e Callado (2012).

Macedo *et al* (2011) objetivaram analisar o impacto da substituição da DOAR pela DFC. Os autores apontaram que o Fluxo de Caixa Operacional é mais relevante que as Origens de Recursos das Operações para o mercado de capitais, sugerindo que a substituição da DOAR pela DFC foi benéfica para os usuários da informação contábil no Brasil. Entretanto Martins, Machado e Callado (2012), embora verificando a relevância da DFC, testaram como *Proxy* da DFC, além do fluxo operacional, o de investimento e de financiamento, no qual, diferentemente dos resultados apontados por Macedo *et al* (2011), o fluxo de financiamento possuiu maior conteúdo informacional.

6. Metodologia

A seguir, será apresentada a caracterização da pesquisa, a descrição da amostra e o modelo econométrico,

6.1. Caracterização da Pesquisa

Quanto à caracterização da pesquisa, pode-se enquadrar o presente estudo como empírico-analítico. Segundo Martins (2002), esse tipo de pesquisa são abordagens que apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativos. Esse tipo de pesquisa também tem forte

preocupação com a relação causal entre variáveis, em que a validação da prova científica ocorre através de testes dos instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais.

6.2. Descrição da Amostra da Pesquisa

Para analisar a relevância dos fluxos da DFC em mercados com características distintas, ou seja, emergente e desenvolvido, utilizou-se de empresas de capital aberto norte-americanas, representando o mercado desenvolvido; e de empresas de capital aberto brasileiras, representando o mercado emergente. Optou-se pelo mercado norte-americano por seu estágio de desenvolvimento e pelo fato de as principais pesquisas da abordagem positiva da contabilidade e do *value relevance* terem sido realizadas nesse mercado (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001; BALL; BROWN, 1968; BEAVER, 1968). Optou-se pelo mercado brasileiro por ser uma realidade local, pelas características de mercado emergente e pelo fato de a DFC ter se tornado obrigatória recentemente.

A amostra do estudo é não probabilística, pois partiu-se do total de empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa) e das companhias de capital aberto listadas na New York Stock Exchange (NYSE), que é um universo naturalmente limitado. Para a composição da amostra, buscou-se identificar a maior quantidade de empresas possível, em que, por necessidades metodológicas, exigiram-se os seguintes critérios: a) apresentasse as informações necessárias com relação aos fluxos da DFC no banco de dados da Economática, para todos os trimestres de 2010 e 2011; e b) não estivesse classificada como empresa financeira em ambas as bases de dados.

O período analisado, 2010 a 2011, justifica-se no sentido de que só a partir de 2010 é que as empresas brasileiras passaram a adotar o padrão IFRS de forma integral e que os períodos anteriores poderiam distorcer os resultados. A exclusão das companhias classificadas como financeira justifica-se no sentido destas possuírem regulação específica e possuírem atividade operacional distinta das demais, podendo, portanto, distorcer os números com relação aos fluxos de caixa.

O QUADRO 2 apresenta o total de observações obtidas para cada trimestre, após o cumprimento dos critérios acima elencados.

QUADRO 2 – Amostra da Pesquisa

Nº de Observações	2010				2011				Total
	1trim	2trim	3trim	4trim	1trim	2trim	3trim	4trim	
Brasileiras	289	284	287	295	302	303	299	279	2338
Norte-Americanas	777	772	771	770	764	761	753	739	6107

Fonte: Dados da pesquisa, 2012.

Para a presente pesquisa, como as regressões apresentadas a seguir foram estimadas por meio do modelo *POLS* (*Pooled Ordinary Least Square*), considerou-se cada companhia, para cada trimestre, como uma unidade de análise, portanto a amostra final foi de 2.338 observações, com relação ao mercado brasileiro; e 6.107 para o mercado norte-americano, conforme QUADRO 2.

6.3. Modelo Econométrico

Para analisar a relevância (*value relevance*) dos fluxos de caixa das atividades operacionais, de investimentos e de financiamentos, adotou-se a metodologia empregada por Vishnani e Shah (2008), em que se fez o uso da regressão linear múltipla, conforme Equação 1.

$$VME_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 FCO_{i,t} + \beta_2 FCI_{i,t} + \beta_3 FCF_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde,

$VME_{i,t}$ = valor de mercado da empresa i , um mês após o período de publicação t ;
 α_1 = constante;

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$ = coeficientes de inclinação das variáveis explicativas;

$FCO_{i,t}$ = fluxo de caixa das atividades operacionais para a empresa i , no período t ;

$FCI_{i,t}$ = fluxo de caixa das atividades de investimento para a empresa i , no período t ;

$FCF_{i,t}$ = fluxo de caixa das atividades de financiamento para a empresa i , no período t .

A utilização do valor de mercado das empresas um mês após a data da publicação justifica-se, no sentido de garantir que as informações já estejam refletidas no preço das ações (VISHNANI; SHAH, 2008).

A Equação 1 será estimada para a amostra de empresas brasileira e norte-americana. Assim, será possível analisar o *value relevance* dos fluxos de caixa das atividades operacionais, de investimentos e de financiamentos, avaliar qual das atividades apresenta-se como melhor *Proxy* para a Demonstração de Fluxos de Caixa e se o estágio de desenvolvimento dos mercados interfere na eficiência dos mesmos em absorver tais informações.

7. Apresentação e discussão dos resultados

A TAB. 1 evidencia as estatísticas descritivas das empresas do mercado acionário brasileiro.

TABELA 1 - Estatísticas Descritivas das Empresas Brasileiras

	MÁXIMO	MÍNIMO	MÉDIA	DESVIO PADRÃO
VME	367.842.512	1.398	6.398.240	26.105.567
FCO	56.322.101	-9.939.000	403.741	2.732.153
FCI	3.032.871	-105.567.086	-450.082	3.400.837
FCF	53.858.176	-23.604.775	87.005	1.833.610

Fonte: Dados da pesquisa, 2012.

Analisando o valor médio da variável dependente (VME), foi encontrado em todo o período um total de 6.398.240, no entanto esse valor não foi representativo, pois com um valor mínimo de 1.398, máximo de 367.842.512 e desvio padrão de

26.105.567, a variável apresentou-se bastante dispersa. Entretanto esse resultado já era esperado, porque, mesmo excluindo as instituições financeiras, a amostra continuou sendo heterogênea, uma vez que é composta por companhias de variados setores.

No que se refere às variáveis independentes (FCO, FCI, FCF), verifica-se que o FCO apresentou um valor médio de 403.741, demonstrando que as empresas obtiveram fluxos de caixas suficientes para comportar suas atividades operacionais. Dessa forma, o FCO positivo supostamente indicará conteúdo informacional para o investidor, como confirmado em alguns estudos (CHARITOU; CLUBB; ANDREOU, 2000; CUNHA, 2006; MALACRIDA, 2009; FRANCIS, 2010; KARUNARATHNE; HUBEI; RAJAPAKSE, 2010). Em relação ao FCI, o valor médio foi negativo -450.082, indicando, supostamente, que as entidades têm investido dispêndios representativos, com a finalidade de gerar resultados e fluxos de caixa no futuro. Ressalta-se que FCI negativo tende a não representar relevância para os investidores, como observado nos estudos de Karunarathne, Hubei e Rajapakse (2010) e Martins, Machado e Callado (2012). Por fim, o valor médio do FCF totalizou 87.005, sugerindo que, possivelmente, as empresas integralizaram capitais, realizaram empréstimos, receberam contribuições, dentre outros. O resultado positivo no FCF, a exemplo do FCI, tende a não representar significância informacional para os investidores, como demonstraram Francis (2010); Karunarathne, Hubei e Rajapakse (2010) e Martins, Machado e Callado (2012). Contudo salienta-se que o desvio padrão das variáveis FCO, FCI e FCF, mais uma vez, indica que os dados apresentam-se dispersos em relação à média, o que pode afetar as decisões dos investidores com base nas tendências discutidas.

Partindo para a análise das empresas norte-americanas, pontua-se que os resultados positivos ou negativos dos fluxos também devem seguir as suposições de significância informacional apresentadas anteriormente. Nesse sentido, analisando a variável dependente (VME), verificou-se um valor médio de 12.034.481, contudo com um desvio padrão de 26.919.966. Devido aos múltiplos setores analisados, a média pode não ser uma estatística representativa.

No que diz respeito à variável independente FCO, o valor médio totalizou 805.175, indicando que as empresas americanas também estão gerando fluxos de caixa suficientes para manter as atividades operacionais. Em contrapartida, o FCI apresentou valor médio negativo de -506.391, assim como as empresas brasileiras. Tal resultado pode estar relacionado à utilização elevada de ativos para produção de bens ou serviços, ou seja, investimentos (IUDÍCIBUS *et al.* 2010). Concluindo, o FCF diferenciou-se das empresas brasileiras, apresentando um valor médio de -296.315. Esse montante interessa supostamente aos investidores, pois é composto, dentre outras fontes, por pagamentos em caixa a investidores para adquirir ou resgatar ações da entidade (CPC 03 (R2)).

TABELA 2 - Estatísticas Descritivas das Empresas Norte-Americanas

	MÁXIMO	MÍNIMO	MÉDIA	DESVIO PADRÃO
VME	433.397.021	2.399	12.034.481	26.919.966
FCO	55.345.000	-6.360.000	805.175	2.584.246
FCI	34.481.000	-27.489.000	-506.391	1.917.077
FCF	24.210.291	-61.470.000	-296.315	2.133.834

Fonte: Dados da pesquisa, 2012.

Em se tratando da relevância (*value relevance*) dos fluxos de caixa das atividades operacionais, de investimento e de financiamento foram estimadas as regressões referente à Equação 1. A TAB. 3 apresenta os resultados da regressão para a amostra composta pelas companhias listadas na Bovespa, a qual representa o mercado emergente.

TABELA 3 – Resultados da Regressão Estimada com as Empresas Brasileiras

PAINEL A				
VARIÁVEL EXPLICATIVA	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO*	ESTATÍSTICA <i>t</i>	<i>p</i> - VALOR
C	3268256	283760,3	11,518	0,000
FCO	9,240	3,396	2,720	0,007
FCI	1,817	3,523	0,516	0,606
FCF	2,498	3,001	0,833	0,405

PAINEL B			
DESCRIÇÃO	VALOR	DESCRIÇÃO	VALOR
R ²	0,669	Teste F (Estatística)	1573,869
R ² ajustado	0,668	Teste F (<i>p-value</i>)	0,000
Schwarz	35,900	Teste de White (Estatística)	260,4721
Akaike	35,890	Teste de White (<i>p-value</i>)*	0,000
Jarque-Bera (estatística)	1061650	Durbin-Watson***	1,996
Jarque-Bera (<i>p-value</i>)**	0,000	Número de Observações	2.338

*Erros-padrão estimados com correção para heterocedasticidade de White, uma vez que a hipótese nula de variâncias homocedásticas foi rejeitada, ao nível de 5%.

**De acordo com o teorema do limite central e considerando que foram utilizadas 2.338 observações, o pressuposto da normalidade pode ser relaxado (BROOKS, 2002). Adicionalmente, a correção de White aumenta o erro padrão, diminuindo a estatística *t*, tornando sua estimativa mais robusta.

*** Rejeita-se a hipótese de autorrelação nos resíduos.

Para detectar a presença de multicolinearidade, fez-se uso dos testes FIV (*variance inflation factor*). Obteve-se um FIV de 3,154, 2,374, 2,839, para as variáveis FCO, FCI e FCF, concluindo-se pela inexistência de colinearidade.

Fonte: Dados da pesquisa, 2012.

Verifica-se que a regressão estimada apresentou significância estatística ao nível de 1%, uma vez que o *p-value* da estatística do teste *F* foi inferior a 0,01. No que se refere às variáveis explicativas, nota-se que apenas as informações referentes aos fluxos de caixa das atividades operacionais (FCO) apresentaram significância estatística na determinação do valor de mercado das companhias com o sinal esperado, como pode ser verificado pelo *p-value* da estatística *t*, inferior a 0,01 e pelo sinal positivo do coeficiente da variável, respectivamente.

Logo se pode afirmar que apenas FCO apresentou *value relevance* no contexto do mercado de capitais brasileiro, sendo esta a melhor *Proxy* na representação da DFC. Apesar de o mercado brasileiro ser considerado como emergente, as evidências corroboram com os estudos realizados em mercado desenvolvido (BARTOV; GOLDBERG; KIM, 2001; HABIB; AZIM, 2008). Isto é, a DFC possui conteúdo informacional com um R² Ajustado de 0,668, o que explicou 66,8% da variação do valor de mercado das companhias.

De posse de tais resultados, o FCO confirmou a tendência de que resultados positivos podem acarretar *value relevance* para o investidor. No que se refere ao FCI, não apresentou significância estatística, confirmando a suposição de que o mercado não reage a FCI negativo, evidenciada nas estatísticas descritivas. Nessa

perspectiva, o FCF, por apresentar resultado positivo, não representou conteúdo informativo para os investidores, também legitimando as tendências discutidas.

Na sequência, a TAB. 4 evidencia os resultados da regressão estimada com a amostra de empresas listadas na NYSE, que representa o mercado desenvolvido.

TABELA 4 – Resultados da Regressão Estimada com as Empresas Norte-Americanas

PAINEL A				
VARIÁVEL EXPLICATIVA	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO*	ESTATÍSTICA <i>t</i>	<i>p</i> -VALOR
C	5319551	284038,8	18,728	0,000
FCO	7,11	1,106	6,430	0,000
FCI	-0,945	1,035	-0,913	0,361
FCF	-1,571	1,122	-1,400	0,162

PAINEL B			
DESCRIÇÃO	VALOR	DESCRIÇÃO	VALOR
R ²	0,642	Teste F (Estatística)	3643,009
R ² ajustado	0,641	Teste F (<i>p-value</i>)	0,000
Schwarz	36.032	Teste de White (Estatística)	134.353
Akaike	36.028	Teste de White (<i>p-value</i>)*	0,000
Jarque-Bera (estatística)	867962,9	Durbin-Watson***	1,962
Jarque-Bera (<i>p-value</i>)**	0,000	Número de Observações	6.107

*Erros-padrão estimados com correção para heterocedasticidade de White, uma vez que a hipótese nula de variâncias homocedásticas foi rejeitada, ao nível de 5%.

**De acordo com o teorema do limite central e considerando que foram utilizadas 6.107 observações, o pressuposto da normalidade pode ser relaxado (BROOKS, 2002). Adicionalmente, a correção de White aumenta o erro padrão, diminuindo a estatística *t*, tornando sua estimativa mais robusta.

*** Rejeita-se a hipótese de autorrelação nos resíduos.

Para detectar a presença de multicolinearidade, fez-se uso dos testes FIV (*variance inflation factor*). Obteve-se um FIV de 3,845, 2,874, 4,745, para as variáveis FCO, FCI e FCF, concluindo-se pela inexistência de colinearidade.

Fonte: Dados da pesquisa, 2012.

Verifica-se que a regressão estimada possui significância estatística ao nível de 1%, uma vez que o *p-value* da estatística *F* foi inferior a 0,01. Com relação às variáveis explicativas, assim como no Brasil, apenas o FCO apresentou-se relevante para o mercado norte-americano com o sinal esperado, uma vez que o *p-value* da estatística *t* foi inferior a 0,01.

Dessa forma, assim como no mercado brasileiro, pode-se afirmar que apenas o FCO possui *value relevance* no contexto do mercado norte-americano. As evidências indicam ainda que o FCO também é a melhor *Proxy* na representação da DFC, que, por sua vez, apresentou conteúdo informacional, em que, com o R² Ajustado de 0,641, explicou 64,1% das variações do valor de mercado das companhias listadas na NYSE.

Com relação aos FCI e FCF, verificou-se que os resultados não foram estatisticamente significativos. Dessa forma, para o FCI, as evidências sustentam-se nas tendências que o FCI negativo indica um sinal para ausência de significância estatística, como confirmado nos resultados brasileiros. Por sua vez, o resultado do

FCF divergiu dos estudos de Francis (2010); Karunarathne, Hubei e Rajapakse (2010) e Martins, Machado e Callado (2012), uma vez que, nesses estudos, a *Proxy* FCF, quando negativa, apresentou conteúdo informacional e, ainda, representou a melhor *Proxy* da DFC.

Sugere-se que os investidores norte-americanos não se interessam exclusivamente pelos pagamentos de retorno sobre investimentos, evidenciado no FCF, mas pela capacidade das atividades operacionais em gerar fluxos de caixas futuros.

Ao se compararem os resultados das regressões, verifica-se que os resultados obtidos para ambos os mercados são, em sua maioria, idênticos. Entretanto, no mercado brasileiro, com o R^2 Ajustado de 0,668, a DFC apresentou-se mais relevante ao comparar com o R^2 Ajustado de 0,641, obtido para o mercado norte-americano.

Frente a isso, as evidências sugerem que o desenvolvimento dos mercados, se emergentes ou desenvolvidos, não interfere na eficiência do mesmo em absorver as informações relevantes e disponíveis para os usuários, pelo menos entre Brasil e Estados Unidos. Como se observou, ao contrário do que se esperava, para o mercado de capitais brasileiro, representando o mercado emergente, a DFC apresentou-se mais relevante do que para o mercado norte-americano, representando o mercado desenvolvido.

Tais evidências podem ser justificadas no sentido de que o mercado de capitais brasileiro apresenta-se em um estágio evolutivo. Isto ocorre seja pelo número de ofertas públicas de ações vivenciadas, seja pela inserção de empresas com a abertura de seu capital ou pela entrada de estreadores no mercado, tal como investidores nacionais e estrangeiros que têm contribuído para a descentralização do capital das companhias.

Além disso, a adoção do padrão IFRS tem contribuído para a melhoria da qualidade das informações contábeis, fazendo com que as mesmas tornem-se cada vez mais relevantes para o mercado e contribuam para o seu desenvolvimento.

8. Considerações finais

Este estudo teve como objetivo geral analisar o *value relevance* dos fluxos de caixa das atividades operacionais, de investimentos e de financiamentos em mercados com características distintas, desenvolvidos, representado pelos Estados Unidos; e, emergentes, representado pelo Brasil. Mais especificamente, avaliar qual das atividades apresenta-se como melhor *Proxy* para a Demonstração de Fluxos de Caixa e se o desenvolvimento dos mercados interfere na eficiência dos mesmos em absorver as informações.

Para tanto, o estudo foi realizado no período de 2010 a 2011, analisando a relação entre o valor de mercado (VME) com os componentes da DFC (FCO, FCI, FCF) das empresas do mercado acionário brasileiro; em seguida, reapplicando a análise nas empresas do mercado acionário americano.

Diante do exposto, os resultados das empresas brasileiras evidenciaram que o FCO foi à única variável que se mostrou *value relevance*, em que o R^2 Ajustado explicou 66,8% da variação do valor de mercado das companhias listadas na BM&FBovespa,

concordando com a maioria dos estudos que analisaram o *value relevance* da DFC (BARTOV; GOLDBERG; KIM, 2001; CHARITOU; CLUBB; ANDREOU, 2000; CHENG; YANG, 2003; MALACRIDA, 2009; MACEDO *et al*, 2011).

Não obstante, os resultados brasileiros divergiram das suposições de Burgstahler e Dichev (1997); Beaver (1998) e Barth, Beaver e Landsman (2001), pois esses autores acreditavam que pesquisas realizadas em mercados emergentes, como o brasileiro, proporcionaria a diminuição na significância das informações contábeis, devido a sua ineficiência em absorver as informações relevantes.

No que se refere às empresas norte-americanas, o resultados elucidaram que o FCO também é a melhor *Proxy* na representação da DFC, em que o R² Ajustado explicou 64,1% das variações do valor de mercado das companhias listadas na NYSE.

Contrariando as expectativas, destaca-se que a DFC, frente ao mercado norte-americano, considerado desenvolvido, apresentou um menor conteúdo informativo ao ser comparado com o mercado brasileiro, sugerindo que o desenvolvimento do mercado, pelo menos para o presente estudo, não influencia na eficiência do mesmo em absorver as informações, discordando de alguns estudos realizados em mercados emergentes (VISHNANI; SHAH, 2008; SAEEDI; EBRAHIMI, 2010; DARAGHMA, 2010; MOSTAFA, 2011).

Finalizando, recomenda-se que futuras pesquisas sejam realizadas envolvendo outros países com mercado de capitais desenvolvidos e emergentes, para que se amplie o campo de conhecimento da relevância das informações contábeis contidas na DFC e de outras demonstrações.

Referências

ALI, A.. The incremental information content of earnings, working capital from operations, and cash flows. *Journal of Accounting Research*. v. 32, n. 1, p. 61-74, 1994.

BARTH, M. E., BEAVER, W. H, LANDSMAN, W.R.. Accruals, cash flows and equity values. *Review of Accounting Studies*, v. 4, n. 3-4, p. 205-229, 1999.

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

BARTH, M. E.; CRAM, D. P.; NELSON, K. K.. Accruals and the prediction of future cash flows. *The Accounting Review*. v. 76, n. 1, p. 27-58, 2001.

BARTOV, E.; GOLDBERG, S. R.; KIM, M.. The Valuation-relevance of Earnings and Cash Flows: an International Perspective. *Journal of International Financial Management and Accounting*, v. 12, n. 2, p. 103-132, 2001.

BALL, R.; BROWN, P.. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, v. 6, p. 159–177, 1968.

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

BEAVER, W. H.. *Financial reporting: an accounting revolution*. 3rded. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1998.

BEAVER, W. H.. The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, v. 6, p. 67-92, 1968.

BORGES, M. S. D.; NUNES, S. C. D.; ALVES, M. T. V. D.. A demonstração dos fluxos de caixa e sua contribuição para uma tomada de decisão mais informada. *Revista Universo Contábil*, Blumenau, v. 8, n. 1, p. 141-158, 2012.

BOWEN, R.; BURGSTHALER, D; DALEY, L.. Evidence on the relationships between earnings and various measures of cash flow. *The Accounting Review*, v. 61, n. 4, p.713-725, 1986.

BOWEN, R.; BURGSTHALER, D; DALEY, L.. The incremental information content of accrual versus cash flow. *The Accounting Review*, v. 62, n. 4, p.723-747, 1987.

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, n. 2, p. 83-115, 1999.

BURGSTHALER, D. C.; DICHEV, I. D.. Earnings, adaptation and equity value. *The Accounting Review*, v. 72, n. 2, p. 187-215, 1997.

CHARITOU, A.; CLUBB, C.; ANDREOU, A.. The *value-relevance* of earnings and cash flows: empirical evidence for Japan. *Journal of International Financial Management and Accounting*, v. 11, n. 1, p. 1-22, 2000.

CHENG, C. S. A.; YANG, S. S. M.. The Incremental Information Content of Earnings and Cash Flows from Operations affected by their extremity. *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 30, p. 73-116, 2003.

CFC - Conselho Federal de Contabilidade. Resolução 1.125 de 15 de Agosto de 2008. *NBC T 3.8 – Demonstração dos Fluxos de Caixa*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 28 mar 2012.

CPC - Comitê de Pronunciamentos Contábeis. *Pronunciamento Técnico CPC-03 (R2) Demonstração do Fluxo de Caixa*. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pdf/CPC03R2_final.pdf>. Acesso em: 30 mar 2012.

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 Interregional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, UnB, UFPB, UFPE e UFRN, Brasília, 2006.

DARAGHMA, Z. M. A.. The Relative and Incremental Information Content of Earnings and Operating Cash Flows: Empirical Evidence from Middle East, the Case of Palestine. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, n. 22, p. 123-135, 2010.

DECHOW, P.. Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals. *Journal of Accounting and Economics*, v. 18, n. 1, p. 3-42, 1994.

- DIAS FILHO, J. M.; MACHADO, L. H. B.. Abordagens da Pesquisa em Contabilidade. In: IUDÍCIBUS, S.; LOPES, A. B (Coords). *Teoria Avançada da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2004.
- FAMA, E. F.. Efficient markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.
- FRANCIS, R. N.. The relative information content of operating and financing cash flow in the proposed cash flow statement. *Accounting and Finance*, v. 50, n. 4, p. 829-851, 2010.
- GEE-JUNG, K.. The Value Relevance of Book Values, Earnings and Cash Flows: evidence from Korea. *International Journal of Business and Management*, v. 4, .n. 10, p. 28-42, 2009.
- GONÇALVES, R. P.. *O valor da empresa e a informação contábil: um estudo nas empresas petrolíferas listadas na bolsa de valores de Nova York (NYSE)*. 2008. Dissertação (Mestrado em Contabilidade). São Paulo: FEARP/USP, 2008.
- HABIB, A.; AZIM, I. Corporate governance and the value-relevance of accounting information: Evidence from Australia. *Accounting Research Journal*, v. 21, n. 2, p. 167-194, 2008.
- HENDRIKSEN, E. S.; VAN BRED, M. F. *Teoria da Contabilidade*. 5 ed., São Paulo: Atlas, 1999.
- HOLTHAUSEN, R. W.; WATTS, R. L.. The relevance of value relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, n. 1-3, p. 3-75, 2001.
- IUDÍCIBUS, S.; MARION, J. C.; FARIA, A. C.. *Introdução à teoria da contabilidade para o nível de graduação*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- IUDÍCIBUS, S.; Martins, E.; GELBCKE, E. R.; SANTOS, A.. *Manual de Contabilidade Societária*. São Paulo: Atlas, 2010.
- KARUNARATHNE, W. V. A. D.; HUBEI, W.; RAJAPAKSE, R. M. D. A. P.. The value relevance of financial statements' information: with special reference to the listed companies in Colombo stock exchange. In: *2 International Conference Steering Excellence of Business. (Proceedings...)*. Sri Lanka, 2010
- KOTHARI, S.. Price-earnings regressions innovations, earnings persistence and stock returns. *Journal of Business*, v. 10, p. 323-345, 1987.
- LIVNAT, J.; ZAROWIN, P.. The incremental information content of cash-flow components. *Journal of Accounting and Economics*, v. 13, n. 1, p. 25-46, 1990.
- LOPES, A. B. *A informação contábil e o mercado de capitais*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.
- LOPES, A. B.. *A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: O modelo de Ohlson aplicado à BOVESPA*. 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.; IUDÍCIBUS, S.. (Coordenadores). *Teoria Avançada da Contabilidade*. 2 ed., São Paulo: Atlas, 2012.

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. *Revista de Administração*, v. 42, n. 4, p. 497-510, 2007.

MACEDO, M. A. da S.; MACHADO, M. A. V.; MURCIA, F. D. R.; MACHADO, M. R.. Análise do impacto da substituição da DOAR pela DFC: um estudo sob a perspectiva do *value-relevance*. *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, v. 22, n. 57, p. 1-20, Set.- Dez., 2011.

MALACRIDA, M. J. C.. *A relevância do lucro líquido versus fluxo de caixa operacional para o mercado de ações brasileiro*. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

MARTINS, G. A.. *Estatística geral e aplicada*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

MARTINS, V. G.; MACHADO, M. A. V.; CALLADO, A. L. C.. Análise da aditividade de *value relevanced* a DFC e da DVA ao conjunto de demonstrações contábeis: evidências de empresas brasileiras de capital aberto. In: VI CONGRESSO ANPCONT, 6, 2012, Florianópolis. *Anais...* Santa Catarina: ANPCONT, 2012.

MOSTAFA, W.. The Relative and Incremental Merits of Cash Flows and Earnings: The Case of Egypt. *Middle Eastern Finance and Economics*, n. 15, p. 33-65, 2011.

NOGUEIRA, E. M.; LAMOUNIER, W. M.. “Contágio” entre Mercados de Capitais Emergentes e Mercados Desenvolvidos: evidências empíricas e reflexos sobre a Diversificação Internacional de Portfólios. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 6, n. 2, p. 267–286, 2008.

RAYBURN, J.. The association of operating cash flow and accruals with security returns. *Journal of Accounting Research*. v. 24, p. 112-123, 1986.

SAEEDI, A.; EBRAHIMI, M.. The Role of Accruals and Cash Flows in Explaining Stock Returns: Evidence from Iranian Companies. *International Review of Business Research Papers*, v. 6, n.2, p.164-179, 2010.

SALOTTI, B. M.. *Divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa no mercado de capitais brasileiro*. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

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. Dissertação (Mestrado Profissional em Ciências Contábeis) _ Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória, 2004.

SLOAN, R. G.. Evaluating the reliability of current value estimates. *Journal of Accounting and Economics*, v. 26, n. 1-3, p. 193-200, 1996.

SOUZA, M. S.. *Fluxo de caixa por regime de competência*. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

VISHNANI, S.; SHAH, B. K.. Value Relevance of Published Financial Statements - with Special Emphasis on Impact of Cash Flow Reporting. *International Research Journal of Finance and Economics*, v. 17, 2008.

WATTS, R. L.; ZIMMERMANN, G. L.. *Positive accounting theory*. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1986.

WILSON, G.. The relative information content of accrual and cash flows: combined evidence at the earnings announcement and annual release date. Studies on alternatives measures of accounting income. *Journal of Accounting Research*, v. 24, p. 165-200, 1986.

YAMAMOTO, M. M.. *Teoria da divulgação aplicada ao mercado de capitais brasileiro sob a perspectiva da governança corporativa*. Tese de Livre Docência apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2005.

YAMAMOTO, M. M.; SALOTTI, B.. M. *Informação Contábil: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais*. São Paulo: Atlas, 2006.

