

**REAÇÕES DO MERCADO ACIONÁRIO NA PRIMEIRA DIVULGAÇÃO
FINANCEIRA EM IFRS DO SETOR BANCÁRIO BRASILEIRO:
UM ESTUDO DE EVENTO**

**STOCK MARKET REACTIONS TO THE FIRST FINANCIAL REPORTING IN
IFRS OF BRAZILIAN BANKING SECTOR: AN EVENT STUDY**

**REACCIONES DEL MERCADO DE VALORES A LA PRIMERA PRESENTACIÓN
DE INFORMES FINANCIEROS EN NIIF DE SECTOR BANCARIO BRASILEÑO:
UN ESTUDIO DE CASO**

Armando Lopes Dias da Fé Júnior

Mestre em Controladoria e Contabilidade pela
Universidade de São Paulo (USP); Professor da
Universidade Federal de Roraima
armandojr@usp.br

Sílvio Hiroshi Nakao

Doutor em Contabilidade e Controladoria pela
USP; Professor Associado da USP
shnakao@usp.br

Maísa de Souza Ribeiro

Doutora em Controladoria e Contabilidade pela
USP; Professora Titular da USP
maisorib@usp.br

Contextus

ISSNe 2178-9258

Organização: Comitê Científico Interinstitucional

Editor Científico: Marcelle Colares Oliveira

Avaliação : Double BlindReview pelo SEER/OJS

Revisão: Gramatical, normativa e de formatação

Recebido em 17/11/2014

Aceito em 17/08/2015

2ª versão aceita em 17/11/2015

3ª versão aceita em 02/12/2015

RESUMO

Desde 2010, os bancos brasileiros de capital aberto devem apresentar suas demonstrações consolidadas em dois padrões contábeis diferentes: COSIF e IFRS. Como a primeira divulgação em IFRS, referente ao ano de 2010, aconteceu após a divulgação das demonstrações financeiras em COSIF, este estudo buscou verificar as reações do mercado acionário em torno do momento da divulgação em IFRS, isolando assim apenas o efeito das informações incrementais em relação ao que já havia sido apresentado em COSIF. O estudo de evento apontou a existência de Retornos Anormais Acumulados (RAA) entre -10,2% e +4,01%, sugerindo que a adoção de IFRS foi *value relevant* para os bancos analisados. Verificou-se também que os RAA foram influenciados pelo risco medido pelo Beta na janela de evento em torno da divulgação em IFRS. Esses resultados sugerem que a divulgação em IFRS nos bancos analisados trouxe informação *value relevant* e pode ter melhorado a avaliação de investidores em relação ao risco.

Palavras-chave: Adoção do IFRS. Setor bancário. COSIF. Value relevance.

ABSTRACT

Traded Brazilian banks are required to report consolidated financial statements since 2010 in two different accounting standards sets: COSIF (issued by Central Bank of Brazil) and IFRS. Since the first IFRS report, for the year 2010, was issued after the reporting of financial statements in COSIF, this paper verified the stock market reactions around the moment of the reporting in IFRS, thus isolating the effect of incremental information regarding what had been presented in COSIF. The event study revealed the existence of cumulative abnormal returns (CAR) between -10.2% and +4.01%, suggesting that the adoption of IFRS was value relevant to the analyzed banks. We also found that CAR were influenced by risk measured by Beta in the event window around IFRS reporting. These results suggest that the reporting under IFRS by the analyzed Brazilian banks brought value relevant information and may have increased investors' assessment of risk.

Keywords: IFRS adoption. Banking. COSIF. Value relevance.

RESUMEN

Se requieren los bancos brasileños que cotizan reportar los estados financieros consolidados desde 2010 en dos conjuntos de normas contables diferentes: COSIF (emitida por el Banco Central de Brasil) y las NIIF. Como el primer informe de las NIIF, para el año 2010, fue emitida después de la presentación de informes de estados financieros en COSIF, este artículo verificó las reacciones del mercado de valores en todo el momento de la presentación de informes en las NIIF, aislando así el efecto de la información incremental de respecto a lo que se había presentado en COSIF. Los resultados del estudio sugieren que la adopción de las NIIF fue valor relevante a los bancos analizados y que las rentabilidades anormales acumuladas fueron influenciadas por el riesgo medido por Beta. Los resultados sugieren que la información bajo NIIF por los bancos brasileños analizados trajo valor relevante y puede haber aumentado la evaluación del riesgo de los inversores.

Palabras clave: Adopción de las NIIF. Banca. COSIF. Value Relevance.

1 INTRODUÇÃO

No primeiro semestre de 2011, os bancos brasileiros com ações negociadas em bolsa de valores apresentaram compulsoriamente pela primeira vez dois Demonstrativos Financeiros Anuais Consolidados (DF) referentes ao exercício de 2010. Inicialmente, publicaram de acordo com o Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional (COSIF), no prazo legal de até 90 dias do fechamento do exercício. Posteriormente, publicaram informações

sobre o mesmo exercício até 31 de maio (prazo que, de acordo com a Circular nº. 3.516/10 emitida pelo Banco Central do Brasil, estendeu-se para até 120 dias após o encerramento do exercício social de 2010) de acordo com as *International Financial Reporting Standards* (IFRS), conforme normas e calendário de convergência do Banco Central do Brasil ao padrão internacional proposto pelo *International Accounting Standards Board* (IASB).

Essa dupla publicação referente ao mesmo exercício com as demonstrações

financeiras de acordo com o COSIF sendo publicadas dias antes abriu a possibilidade de se observar o impacto da divulgação em IFRS isolado do efeito "surpresa" da divulgação dos resultados anuais. Com isso, é de se esperar que as reações do mercado à publicação em IFRS sejam em grande parte em função das diferenças informacionais entre os dois conjuntos normativos.

Dentre as diversas peculiaridades do processo de harmonização do setor financeiro brasileiro, observa-se que as instituições financeiras brasileiras estão sujeitas a leis e regulamentos específicos e sob a supervisão do Banco Central do Brasil (BACEN), braço executor do Conselho Monetário Nacional (CMN). Essa separação entre financeiras e não financeiras está estabelecida na Lei 4.595/64, que determina competência ao Conselho Monetário Nacional para expedir normas gerais de contabilidade para o setor, e pela Lei 6.385/76, que reforça essa competência.

Por conta disso, o processo de convergência dos bancos brasileiros seguiu um caminho distinto das companhias abertas não financeiras que estão sob supervisão da CVM, as quais adotaram, tanto para o balanço individual como para o consolidado, o padrão IFRS segundo os pronunciamentos do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). O

BACEN determinou que o padrão IFRS não seria adotado para os balanços individuais das instituições financeiras, nem para as demonstrações consolidadas divulgadas junto com as individuais. Estas deveriam continuar conforme o padrão estabelecido pelo Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional (COSIF), seguindo as diretrizes emanadas da Lei 6.404/76 e as alterações introduzidas pelas Leis 11.638/07 e 11.941/09 para contabilização das operações, associadamente às normas da CVM e do CPC; contudo, obedecendo prioritariamente, em caso de divergências, o COSIF. Dessa forma, a publicação de relatórios em IFRS foram exclusivos a balanços consolidados e apresentados, na época, com prazo mais alargado.

Assim, ainda que a adoção das IFRS não se restrinja a um único evento, mas a todo um processo de mudança e adaptação às normas internacionais, a primeira divulgação conforme IFRS pode revelar o impacto de uma nova informação, que se pressupõe mais direcionada para o mercado acionário, em relação ao que já havia sido divulgado, com maior caráter regulatório, conforme COSIF.

Destarte, tendo como pressuposto a Teoria dos Mercados Eficientes, desenvolvida e apresentada por Eugene Fama que, segundo Lopes e Iudícibus (2011), possibilitou à contabilidade

verificar o relacionamento dos números contábeis com a precificação dos ativos financeiros, enxergou-se uma oportunidade de verificar se os relatórios financeiros publicados pela primeira vez em IFRS pelos bancos brasileiros trouxeram novas informações e se estas foram consideradas *value relevant* pelo mercado.

Lopes e Iudícibus (2011) afirmam que nenhuma informação relevante é ignorada pelo mercado e que, se houver relevância, deve refletir no preço dos títulos. O mercado brasileiro pode ser considerado um mercado eficiente na sua forma semi forte (BORGES FORTI; PEIXOTO; SANTIAGO, 2010; CAMARGOS e BARBOSA, 2006) em que se prescreve que o preço das ações é reflexo de todas as informações disponíveis no mercado e que novas informações relevantes são capazes de realinhar preços (FAMA, 1970). Destarte, este estudo desenvolve-se sob a seguinte questão de pesquisa: **a primeira divulgação de demonstrações financeiras de bancos brasileiros de acordo com as IFRS trouxe informações relevantes para o mercado acionário?**

Dessa forma, o objetivo do trabalho é verificar o comportamento do preço das ações em relação às informações contábeis na primeira divulgação de demonstrações financeiras conforme as normas IFRS de bancos brasileiros.

Para isso, foi realizado um estudo de evento em torno da data de divulgação dos relatórios e um teste estatístico para verificar a associação entre informações contábeis, retornos e riscos das ações negociadas dos bancos.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Este trabalho analisa reações do mercado frente a um novo conjunto de informações. De um modo geral, pesquisas desta natureza são chamadas de estudos de *Value Relevance* e geralmente buscam testar se alterações na qualidade da informação contábil ou se mudanças nas demonstrações financeiras são capazes de explicar o comportamento do preço das ações.

Quanto à origem desses estudos, Barth, Beaver e Landsman (2001) afirmam que o primeiro que utiliza o termo *Value Relevance* para descrever essa associação é de Amir, Harris e Venuti (1993), que encontraram maior relevância em informações divulgadas nos formulários 20-F, os quais servem para ajustar as demonstrações contábeis de 20 países aos US-GAAP, em contrapartida aos seus GAAPs originais.

No entanto, o tema é mais antigo, Brown, Lo e Lys (1999) afirmam que o estudo sobre a relevância das informações contábeis é foco de diversos estudos em contabilidade desde a década de 1960. De

fato, os artigos de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) foram considerados por Elbakry (2010) como os precursores desse tipo de pesquisa, pois, por meio da aplicação de um estudo de evento, buscaram refutar a preocupação, predominante à época, de que o processo de mensuração de lucros pelo custo histórico produzia números sem sentido.

measured by share prices and trading volume of shares, were the studies of Ball and Brown (1968) and Beaver (1968) (ELBAKRY, 2010 p.71).

Quanto aos tipos de estudos de *value relevance*, Holthausen e Watts (2001) classificaram-nos em três categorias (contudo, um único estudo pode estar em mais de uma categoria), expostas no Quadro 1.

The first studies that documented a relationship between accounting numbers and stock performance,

Quadro 1 - Tipos de Estudos de *Value Relevance*

Associação Relativa	Associação entre os valores do mercado de ações (ou alterações desses valores) com formas de mensuração diferentes (ou alternativas - como entre padrões contábeis). Esses estudos realizam normalmente a comparação dos R ² dos modelos de regressão, em que o padrão contábil com maior R ² seria o mais relevante.
Associação incremental	Analisa se uma informação contábil é útil para explicar valores ou retornos ao longo de períodos de tempo, ou seja, associa o valor de mercado da ação x números contábeis. Um valor é considerado relevante se o seu coeficiente de regressão estimado é significativamente diferente de zero (isto é, explica o valor da entidade).
Conteúdo informacional marginal	Testa se um número contábil em particular acrescentaria alguma informação para o investidor. Investigam se determinado valor adiciona poder informacional aos investidores em relação às informações disponíveis. Tipicamente, são utilizadas metodologias de estudos de evento, em que o interesse é avaliar se a disponibilidade de determinada informação está associada a alterações de valor de ativos (reação de preços), em que reações são consideradas evidências da relevância; usa estudos de eventos para testar se a publicação de números contábeis está associada a alterações no valor da entidade; se há alterações, então os números contábeis são relevantes. Aplicado em uma curta janela de tempo.

Fonte: Holthausen e Watts (2001) e Macedo, Machado e Machado (2011).

Dessa forma, é possível observar que a academia discute há muitos anos a *Value Relevance* dos números contábeis. Barth, Beaver e Landsman (2001), afirmam que uma informação contábil é definida como relevante se tiver uma associação com valores de mercado das ações. Dechow, Ge e Schrand (2010) descrevem que dentre os vários atributos utilizados pelas pesquisas para mensurar a

qualidade das informações contábeis, tais como o conservadorismo, gerenciamento de resultados, transparência, está a *value relevance*. Eles fizeram uma ampla revisão sobre o tema e verificaram que há uma linha importante de estudos associando medidas contábeis e preços de ações, bem como suas variações, utilizando *proxies* de *value relevance*.

Se a relevância dos valores contábeis é dada por seu impacto sobre o preço das ações, este é o resultado das avaliações e decisões de investidores a respeito de quanto valem as empresas em função da informação contábil divulgada.

Bio (2008), atento à importância de algumas características institucionais, comenta que o preço de uma ação deve refletir as informações disponíveis no mercado em um dado momento, conforme prescreve a Hipótese de Mercado Eficiente

(HME). Segundo essa teoria, a velocidade e a precisão de reação dos preços a novas informações podem depender do desenvolvimento em que se encontra o mercado. Assim, quanto mais rápida e precisa for essa incorporação, mais desenvolvido é esse mercado.

Fama (1970) classificou a eficiência do mercado em fraca, semiforte e forte, Bruni (1998) buscou associar o tipo de eficiência e os testes mais apropriados.

Quadro 2 - Tipos e Testes de Eficiência de Mercado

Forma	Informação Relevante	Descrição
Eficiência fraca - testes de previsibilidade dos retornos	Preços passados	Nenhum investidor poderia obter retornos em excesso por meio da análise de preços históricos.
Semiforte - estudos de evento	Informações públicas	Nenhum investidor poderia obter retornos extraordinários baseados em quaisquer informações públicas. Os preços se ajustariam rapidamente às novas informações.
Forte - testes de informação privada	Informações privilegiadas (<i>insider information</i>)	Nenhum investidor poderia obter retornos anormais usando qualquer informação, mesmo com base em dados confidenciais, que não foram tornados públicos.

Fonte: Bruni (1998).

Assim, ao se considerar que a divulgação de demonstrações financeiras representam sempre nova informação, é de se esperar que os preços sejam ajustados sempre que uma divulgação ocorre. Além disso, mudanças na normatização podem revelar informações que antes não eram divulgadas, ao menos da mesma maneira. Um dos eventos estudados pela literatura contábil é a adoção de IFRS, porque a mudança de um padrão local para um internacional pode representar informação

nova para investidores, o que pode provocar reações no mercado acionário.

A adoção de IFRS tem sido estudada sob diversos aspectos, dentre os quais as suas características informacionais e o impacto dessa divulgação no mercado de capitais. As discussões ainda não são consensuais e vêm sendo associadas a diversos benefícios, desde o aumento da liquidez e integração dos mercados de capitais à redução do custo de capital das empresas (BALL, 2006; HAIL et al.,

2010). Maior transparência, comparabilidade e *accountability* também são comumente apontadas como características inerentes à adoção de normas voltadas para investidores e credores. Barth, Landsman e Lang (2008) também apontam o ganho de qualidade informacional dado o maior reconhecimento tempestivo e assimétrico de perdas e maior *value relevance*.

Macedo, Machado e Machado (2011) fizeram uma revisão bibliográfica sobre *value relevance* de estudos que abordaram a convergência às normas internacionais e afirmam:

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 (MACEDO et al., 2011 p.74).

DeFond et al. (2012) também realizaram estudos sobre o processo de convergência, abordando empresas financeiras e não financeiras em um cenário de adoção obrigatória das IFRS. Esses autores buscaram associar informações contábeis e retorno de ações, tendo como amostra empresas que obtinham frequentes retornos negativos. Eles concluíram que empresas não financeiras tiveram melhorias nos retornos

dada a melhor transparência oferecida pelas IFRS. Contudo, apontaram que em empresas financeiras houve aumento da percepção do risco dado pelos efeitos das provisões, o que causou maior volatilidade e incertezas aos investidores. Dessa maneira, eles concluíram que os efeitos da convergência podem ser diferentes, dependendo de qual setor da economia for aplicado.

O setor bancário possui a particularidade de realizar uma atividade com alto risco para todo o sistema econômico, o que demanda forte supervisão e regulação, incluindo a regulação contábil. Por conta do alto risco, o setor é sensível a quaisquer movimentos econômicos e regulatórios. Assim, é pertinente o estudo no setor dos impactos de mudanças contábeis sobre o mercado acionário. Dentre os trabalhos que abordam *value relevance* especificamente no setor bancário, destacam-se os de Barth, Beaver e Landsman (1996), que buscaram associações entre mudanças contábeis e poder explanatório do valor justo em relação aos custo histórico. Eles tomaram por referência os bancos norte americanos, e os resultados encontrados apontaram evidências de impactos relevantes.

Eccher, Ramesh e Thiagarajan (1996) examinaram o *value relevance* do valor justo com a implantação da

Statement of Financial Accounting Standards SFAS 107 em 300 bancos entre 1992 e 1993. As evidências sugerem que as diferenças entre valor justo e custo histórico de instrumentos financeiros são associados a indicadores *market-to-book*.

Ao observar aspectos relacionados à convergência, aos *accruals* e à crise, Gebhardt e Novotny-Farkas (2010) analisaram as implicações da adoção do IFRS obrigatório na qualidade da contabilidade dos bancos em 12 países da União Europeia. Apesar de obterem um resultado que confirma a melhoria na qualidade informacional ao reduzir a discricionariedade e a suavização de resultados, esses autores questionam a respeito de estas divulgações serem menos conservadoras e se este seria um resultado desejável, alertando para o fato de haver uma crise financeira em curso naquele momento.

Agostino, Drago e Silipo (2011) investigaram as informações contábeis do setor bancário europeu pelo mercado antes e após a adoção de IFRS. Para tanto, utilizaram-se de uma análise em painel para testar *value relevance* de informações contábeis relacionadas a lucros e ao valor contábil de 221 bancos cotados entre 2000 e 2006. Verificou-se que os bancos com maior transparência apresentaram melhoria

na informação contida no resultado e no balanço patrimonial.

Por outro lado, Jing e LI (2010), ao tomar por base bancos chineses no período compreendido entre 2006 e 2008, também testaram o poder explanatório do valor justo por meio de estudos empíricos e constataram uma associação positiva entre o valor de mercado das ações e o valor dos investimentos em títulos, assim como um menor poder explicativo das medidas de valor justo para investimentos de longo prazo.

Ao examinar o Brasil, Farias et al. (2014) observaram diferenças significativas (menor liquidez e mais baixa qualidade da carteira de crédito) em indicadores de Liquidez e Qualidade da Carteira de Crédito de demonstrações contábeis elaboradas em IFRS, quando comparadas àquelas evidenciadas pelas demonstrações em BR-GAAP.

Cabe destacar que o processo de convergência às IFRS dos bancos brasileiros ocorre de forma particular e que ainda não foi concluído. De acordo com Anjos (2010), o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil estabeleceram que a convergência deve ocorrer em 3 etapas. Iniciou-se com a identificação das principais divergências entre IFRS e COSIF – etapa concluída em 2007. A fase seguinte foi concluída com a

Resolução CMN 3.786/2009, que culminou com a obrigatoriedade de divulgação das demonstrações no padrão IFRS adicionalmente às demonstrações no padrão COSIF. Por fim, ainda em curso, a última etapa prevê a redução das assimetrias entre o COSIF e a norma internacional, o que deverá extinguir a necessidade de dupla divulgação. Esse processo pode ser interpretado como uma medida de cautela e salvaguarda dos órgãos de supervisão bancária, possivelmente frente às interpretações do mercado ao novo padrão contábil.

Como observado, se por um lado a introdução das IFRS pode ser fonte de novas informações para os investidores, capazes de mitigarem o problema de assimetria informacional entre o agente e o principal; por outro lado, a reação do mercado também pode ser dependente da confiança nos números divulgados, dos *accruals* discricionários, da comparabilidade entre os padrões e da capacidade de absorção dessas novas informações pelos agentes. Conservadorismo foi abordado por Cunha, Dantas e Medeiros (2015, p.13), ao concluir que as demonstrações financeiras anuais das instituições bancárias brasileiras apresentadas em padrão COSIF apresentam maior conservadorismo que as demonstrações elaboradas no padrão IFRS.

Os resultados obtidos por Calçado et al (2013, p.12) corroboram essa proposição, pois, em seus testes empíricos, evidenciaram “o efeito do uso de modelos contábeis distintos nos indicadores” com “diferenças estatisticamente significativas entre as médias e/ou medianas dos indicadores”. Nesse estudo eles concluíram que

A divulgação de uma mesma realidade objetiva pode ser significativamente influenciada, em razão da utilização de modelos contábeis com preceitos de reconhecimento e mensuração diferenciados. A assimetria nos requisitos de evidência também pode influenciar a análise comparativa entre os padrões, conforme observado no bloco de sensibilidade ao risco de mercado (CALCADO et al, 2013, p.13).

As reações do mercado brasileiro, mensuradas pelo estudo de evento, podem apontar se os investidores, frente às novas informações divulgadas com a adoção do IFRS, provocam diferenças na precificação das ações dos bancos estudados. São exemplos de estudos que adotam essa metodologia os realizados por Almeida, Silveira e Lamounier (2010), que buscaram evidências de impactos dos ajustes nas demonstrações contábeis – apresentadas ao mercado americano nos preços de ações de empresas brasileiras que negociam *American Depositary Receipts* (ADR), na data da divulgação do relatório 20-F de

2008, bem como na data de divulgação das demonstrações contábeis em BR-GAAP relativas ao mesmo exercício. Em seus resultados, observaram a presença de retornos anormais significativos em US-GAAP somente para más notícias. Para os demais eventos analisados, não foram encontrados retornos anormais estatisticamente significativos. Considerou-se “má notícia” quando o lucro do período anterior foi superior ao período atual e obteve-se um lucro anormal negativo.

Lima (2010), também por meio de um estudo de evento, procurou evidências de associações entre a adoção parcial das normas internacionais de contabilidade e o aumento da relevância da informação contábil para o mercado de capitais brasileiro. O estudo encontrou indícios da existência de relevância dos números contábeis associados à divulgação dos ajustes de reconciliação do lucro líquido e do patrimônio líquido durante os anos de convergência voluntária (2008 e 2009) para o padrão IFRS. Constatou-se que eles foram relevantes para o mercado de capitais brasileiro, indicando que os mesmos eventos econômicos, quando mensurados por diferentes normas contábeis, alteram as expectativas dos investidores acerca do resultado futuro da empresa, conseqüentemente, modificando

os preços das ações. Em suas conclusões, esse estudo apontou que não existe diferença significativa entre a relevância da informação contábil corrigida a *Fair Value* e a não corrigida. Aponta ainda que a diferença encontrada foi contrária ao esperado, ou seja, as informações contábeis em custo histórico são *value relevant*, ao passo que as informações corrigidas não apresentaram relevância informacional, não possibilitando comparações entre os valores dos R2 calculados.

Devido a isso, a hipótese desse trabalho é que a adoção de IFRS pelos bancos brasileiros causou impacto nos respectivos preços das ações. Apesar de as normas COSIF serem consideradas de alta qualidade, possuem caráter regulatório do setor, ao passo que as IFRS são mais voltadas para investidores. Sendo assim, espera-se que a adoção de IFRS pelos bancos brasileiros tenha trazido informações relevantes para investidores, suficientes para modificar suas avaliações sobre as ações negociadas em bolsa de valores.

3 METODOLOGIA

3.1 Visão geral

Para verificar a relevância para o mercado acionário da primeira divulgação de demonstrações financeiras de bancos

brasileiros de acordo com as IFRS, este trabalho foi estruturado em três etapas.

Na primeira etapa, buscou-se apontar a existência de diferenças entre os valores divulgados em COSIF e IFRS em 2010.

A segunda etapa constitui-se de um estudo de evento, em que se analisa o comportamento das ações nos dias próximos à divulgação, bem como se busca apontar os retornos anormais em relação ao comportamento do mercado. Segundo Camargos e Barbosa (2003, p.01), “os Estudos de Evento são amplamente utilizados em Finanças, principalmente na aferição da eficiência informacional do mercado em sua forma semiforte”. Ainda segundo esses mesmos autores, trata-se de uma forma de análise dos possíveis “efeitos da divulgação de informações específicas de determinadas firmas sobre os preços de suas ações”.

Contudo, esse teste não especifica em que a informação contábil-financeira pode ser considerada *value relevant*. Assim, na terceira etapa foi realizado um teste de regressão linear com o intuito de verificar eventuais associações entre os retornos anormais e as variáveis analisadas. Adiante, segue detalhamento de cada um desses passos, logo após uma breve descrição sobre a forma de determinação de quais instituições fariam

parte deste estudo, fator determinante para a escolha metodológica.

3.2 Instituições estudadas

A primeira delimitação do tamanho da amostra ocorreu com a determinação do objeto de estudo: bancos brasileiros que publicaram em IFRS, após já terem publicado suas demonstrações financeiras de 2010, ano que esse padrão se tornou compulsório. Contudo, essa obrigatoriedade de dupla apresentação (COSIF e IFRS) existe apenas para os bancos que consolidam as demonstrações financeiras de seus grupos empresariais. Dessa forma, este estudo restringiu-se às instituições financeiras que apresentaram Demonstrações Financeiras Consolidadas em 2010. Também se restringiu às entidades que possuem ações negociadas em bolsa e com liquidez no mercado (presença) superior a 50% dos pregões da Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BM&FBovespa) no período selecionado como Janela de Estimação, para evitar problemas com a precificação de ações com baixa liquidez.

Foram encontradas 26 entidades na BM&FBovespa, em que apenas um banco havia aderido Novo Mercado, nome dado ao conjunto de entidades que voluntariamente adotam a todas as práticas de boa governança corporativa. Onze

instituições estavam no nível mais baixo de governança, o mercado convencional, oito com ações de nível N1 – o primeiro nível de Governança Corporativa –, cinco com ações negociadas no N2 – Nível 2– e apenas uma com *Brazilian Depositary Receipt* (BDR) – Nível 3. Boas práticas de governança podem ser interpretadas como uma sinalização para a importância dada pela empresa ao mercado, tais como proteção ou respeito aos minoritários e outros investidores. Apesar de esse aspecto não ter sido explorado a fundo, dado o tamanho da amostra e a distribuição das entidades nos níveis de governança, essa relativa baixa adesão às iniciativas da bolsa brasileira às normas de governança pode abrir caminhos para novos estudos, além de descortinar uma das especificidades das instituições estudadas.

Para mitigar possíveis influências difíceis de serem controladas nos resultados do estudo de evento, foram excluídos deste estudo os bancos que estavam, no momento da apresentação ou em intervalo inferior a um ano, sob intervenção, liquidação extrajudicial, em Regime de Administração Especial Temporária (RAET), em processo de fechamento e os recém abertos.

Também foram excluídos os bancos que divulgaram seus relatórios financeiros em IFRS em período anterior a data de

divulgação no padrão COSIF ou em intervalo menor que 10 dias, pois a divulgação simultânea ou muito próxima dos relatórios em COSIF e em IFRS poderia oferecer informações que dificultariam a mensuração do efeito marginal da divulgação das demonstrações no padrão internacional, objeto deste estudo. Com isto, buscou-se isolar as novas informações – oriundas da adoção do IFRS – das informações normais apresentadas na divulgação dos relatórios financeiros.

Assim, a divulgação prévia dos demonstrativos financeiros no padrão COSIF deveria oferecer ao mercado, no formato e padrão que os agentes já estavam acostumados, as informações referentes ao fechamento do ano de 2010.

Além dessas limitações, em 4 de junho de 2012 foi decretado o RAET do Banco Cruzeiro do Sul. Apesar de esse banco não se enquadrar nos critérios de exclusão definidos nesta metodologia para o ano de 2010, ele também foi excluído deste estudo, em função de o Banco Central do Brasil mencionar implicitamente que os números apresentados podem não ser confiáveis. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) já havia determinado a revisão dos balanços de 2008 e 2009 desse banco. Os dados do Banco Cruzeiro do Sul foram levantados neste trabalho, e se verificou que a diferença de Patrimônio Líquido

entre COSIF e IFRS para 2010 foi de 100%, muitas vezes acima da média dos demais bancos. Essa sinalização negativa sobre a confiabilidade dos seus números definiu sua eliminação do estudo.

Por fim, no decorrer das análises estatísticas, quatro bancos pequenos foram excluídos por terem comportamento anômalo entre seus retornos e os do mercado, ou seja, por não ser possível

encontrar um coeficiente entre os seus comportamentos e o da carteira de mercado com significância estatística a testes com 95% de confiança.

Assim, o Quadro 3, a seguir, apresenta os bancos presentes na bolsa brasileira – BM&FBovespa – segregados em bancos que foram abordados neste estudo e os excluídos, assim como o motivo da exclusão.

Quadro 3 – Bancos abordados e excluídos

Bancos abordados neste estudo	Bancos excluídos	Motivo exclusão
BANCO ABC	ALFA DE INVESTIMENTO	I
BRADESCO	ESTADO DO PARA	I
BRASIL	PATAGONIA	I
BANRISUL	BRB BANCO DE BRASILIA	I
BIC BANCO	PANAMERICANO	II
INDUSVAL	AMAZONIA	III
MERCANTIL DO BRASIL	MERCANTIL DE INVESTIMENTOS	III
SANTANDER (BRASIL)	PINE	III
SOFISA	DAYCOVAL	IV
ITAUNIBANCO HOLDING	ESTADO DE SERGIPE	IV
PARANA	BNB - NORDESTE DO BRASIL	IV
	BANESTES S. A.	IV

Motivos:

- I. Não possuir ações na BM&FBovespa ou ter presença inferior a 50% dos pregões observados;
- II. Inatividade, intervenção, RTE ou problemas com o BACEN entre 2008 e 2012;
- III. Não ter DFs consolidadas em COSIF e IFRS ou ter apresentado com intervalo menor que 10 dias.
- IV. Possuir dias sem negociação na Janela de Evento ou não ter apresentado significância no cálculo do Beta.

Fonte: Os autores.

Destarte, limita-se este estudo a uma amostra não probabilística, de maneira que fica restrito a analisar e apresentar conclusões apenas às seguintes instituições financeiras: Banco ABC Brasil, Banco do Estado do Rio Grande do Sul (BANRISUL), Banco Industrial e Comercial (BICBANCO), Banco BRADESCO, Banco do BRASIL, Banco INDUSVAL, ITAUUNIBANCO, Banco

MERCANTIL do Brasil, Banco do Estado do PARANÁ, Banco SANTANDER Brasil e Banco SOFISA. Essas instituições serão identificadas no estudo pelo nome aqui apresentado em letras maiúsculas.

3.3 Análise comparativa das demonstrações financeiras

Antes de se mensurar pelo mercado a existência de relevância das demonstrações publicadas segundo as normas internacionais, estabeleceu-se que era necessário identificar a existência de informações adicionais que apresentassem indícios de mudanças que poderiam ser interpretadas pelos agentes do mercado. Apesar de isso poder ser realizado por diversos métodos, neste estudo, optou-se por avaliar apenas a existência de diferenças entre os novos números publicados dos divulgados nas demonstrações financeiras apresentadas segundo o GAAP anterior. Dessa maneira, foram confrontados os valores apresentados em COSIF e em IFRS nas Demonstrações de Resultado do Exercício (DRE) e do balanço. Foram refeitos alguns índices.

Observa-se que isso foi realizado como passo preliminar apenas para identificar a existência de indícios de novas informações. Assim, executou-se um estudo comparativo das diferenças em valores absolutos e em termos percentuais dos principais itens da DRE, assim como de algumas contas do Ativo Imobilizado e do Patrimônio Líquido.

3.4 Estudo de evento

Barth, Beaver e Landsman (2001) afirmam que, quando são utilizadas metodologias de estudo de eventos em pesquisas de *value relevance*, analisa-se se um evento contábil foi percebido pelo mercado e se essa percepção causou reações no preço das ações, as quais podem ser mensuradas por meio de retornos anormais em janelas curtas, considerando a influência de outras variáveis já inseridas no modelo. Ao se utilizar janelas curtas, tem-se como premissa que o mercado reage com alguma velocidade a novas informações, assim como se espera mitigar efeitos de outras variáveis do mercado, de médio ou longo prazo.

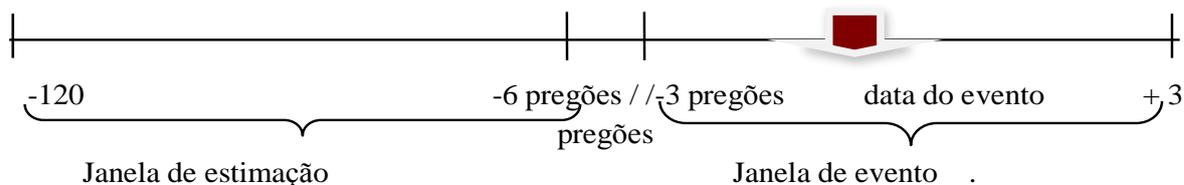
Segundo Macedo, Machado e Machado (2011), metodologias de estudos de evento são utilizadas quando o interesse é avaliar se a disponibilidade de determinada informação está associada a alterações de valor de ativos (reação de preços). A ideia principal é identificar algum desvio para um resultado esperado, uma vez ocorrido o evento. Esse desvio é mais conhecido por retorno anormal -- *abnormal return (AR)* (BATISTELLA et al., 2009).

Para o cálculo dos retornos anormais, precisam ser definidos a “Data do Evento”, data em que o evento efetivamente ocorreu; a “Janela de

Estimação”, no caso do modelo de mercado, representa o período de dias anterior ao evento que compõe a amostra para o cálculo do beta; e a “Janela do Evento”, período de tempo em que se

analisa a diferença entre o retorno real e o retorno estimado. Deve-se evitar sobrepor as janelas, e sua delimitação depende da natureza do evento analisado (MACKINLAY, 1997).

Figura 1- Linha do tempo



Fonte: autores.

A Janela de Estimação corresponde ao período em que se observa o comportamento de um ativo em relação ao do mercado. Um período de observação demasiado longo pode estar sujeito a uma vasta gama de interferências, tais como variações cambiais, mudanças de panoramas políticos e tantas outras que poderiam impactar a projeção. Considerando isso, foi calculado o coeficiente angular “beta” dentro de uma Janela de Estimação de aproximadamente 116 pregões, conforme a representação gráfica da linha do tempo.

O Índice Beta é um indicador que mede a sensibilidade de um ativo em

relação ao comportamento do mercado, é a relação entre a variação do retorno de um ativo e o Ibovespa, nesse caso. Portanto, o Índice Beta é uma medida do risco. Segundo Costa Jr e Neves (2000), o Beta é a principal variável na explicação da relação risco-retorno.

Para calcular o Beta, adotou-se o modelo de mercado que, segundo Campbell, Lo e Mackinlay (1997), é um modelo estatístico que estabelece uma relação linear entre o retorno de uma ação e o retorno da carteira de mercado, conforme Equação 1.

Equação 1 - Cálculo do Beta

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \epsilon_{i,t}$$

- $R_{i,t}$: Retorno do ativo i, na data t.
- α_i : Coeficiente de intercepto (alfa)
- β_i : Coeficiente de declividade (beta) para o ativo i.
- $R_{m,t}$: Retorno da carteira de mercado na data t.
- $\epsilon_{i,t}$: Erro, para o ativo i, na data t

Assim, o risco é identificado a partir do coeficiente angular da reta de regressão linear entre o retorno do título e o retorno do portfólio de mercado. Como representante de estimação de retorno da carteira de mercado, utilizou-se o Ibovespa, uma vez que o baixo número de bancos com ações negociadas e a alta concentração do setor inviabilizam o uso de índices setoriais específicos.

Os valores em pontos do índice Ibovespa e das cotações das ações foram coletados com a ferramenta Economática®. As cotações das ações foram obtidas com ajustes de proventos, inclusive dividendos. Para calcular os retornos das ações e do índice Bovespa, optou-se pelo regime de capitalização contínua, conforme a expressão a seguir:

Equação 2- Regime de capitalização contínua

$$R_{i,t} = Ln \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right)$$

Onde $R_{i,t}$ é a taxa de retorno da ação i na data t ; $P_{i,t}$ é o preço da ação i na data t ; e $P_{i,t-1}$ é o preço da ação i na data $t-1$.

Equação 3- Capitalização contínua Ibovespa

$$Rm_{i,t} = Ln \left(\frac{P_{ibovespa,t}}{P_{ibovespa,t-1}} \right)$$

Onde $RM_{i,t}$ é a taxa de retorno do índice Bovespa na data t ; $P_{ibovespa,t}$ é o valor em pontos do índice Bovespa na data t ; e $P_{ibovespa,t-1}$ é o valor em pontos do índice Bovespa na data $t-1$.

Tabela 1- Beta e estatísticas

Bancos	Coefficiente Beta	Std. Error	t	Sig.	Durbin-Watson
ABC BRASIL	0,8340	0,1760	4,7410	0,0000	1,5770
BANRISUL	0,6970	0,1700	4,1020	0,0000	1,8940
BIC BANCO	1,1050	0,1770	6,2510	0,0000	2,3020
BRADESCO	1,0530	0,0920	11,3960	0,0000	1,8890
BRASIL	1,0250	0,0890	11,4770	0,0000	1,6680
ITAUUNIBANCO	1,3730	0,3000	4,5810	0,0000	2,0760
SANTANDER	1,1120	0,1170	9,4910	0,0000	2,1770
INDUSVAL	0,4370	0,1420	3,0840	0,0030	2,3020
MERCANTIL BR	0,7800	0,2690	2,8990	0,0040	1,9380
PARANÁ	0,2980	0,1220	2,4380	0,0160	2,4170
SOFISA	0,2460	0,1160	2,1210	0,0360	2,2490
*Banestes	0,2090	0,1170	1,7820	0,0770	*
*Daycoval	0,2550	0,1840	1,3910	0,1670	*
*Banese	0,0560	0,3270	0,1700	0,8650	*
*BNB Nordeste	-0,1870	1,1790	-0,1590	0,8740	*

Número de observações 116 por banco. * Bancos excluídos por ausência de significância estatística.

Fonte: os autores.

Concluída a análise da equação do modelo do retorno estimado, foram calculados os retornos anormais das ações, o que equivale a dizer que foi calculado o retorno real (observado durante a Janela de Evento) menos o retorno estimado (dado

pela equação do modelo). Assim, o retorno anormal para cada ação foi calculado de acordo com a fórmula e metodologia apresentada por Campbell, Lo e Mackinlay (1997), dado pela expressão:

$$AR = R - ER$$

AR = Retorno Anormal
R = Retorno real ocorrido
ER = Retorno Estimado

O retorno esperado foi calculado de

acordo com a seguinte equação:

Equação 4 - Cálculo do Retorno Esperado

$$ER_{i,t} = \beta_i R_{m,t}$$

$ER_{i,t}$: Taxa de Retorno do ativo i, na data t.
 β_i : Coeficiente de declividade (beta) para o ativo i.
 $R_{m,t}$: Taxa de Retorno do Ibovespa na data t.

A Data do Evento foi definida como sendo a data da publicação em IFRS. Por vezes, o depósito na CVM das DFs ocorreu após as 18 horas, e foi considerada a data do pregão posterior como a Data do Evento (D+0).

A partir do Retorno Anormal medido para cada dia da Janela de Evento, foi calculado o Retorno Anormal Acumulado (RAA), tendo como ponto de partida o 3º Dia (D-3) antes do Evento de divulgação em IFRS (D+0), acumulado dia a dia até o 3º Dia após o evento (D+3). A escolha do tamanho da janela pode ser considerada arbitrária e pode trazer

consequência para as análises. Para mitigar esse juízo de valores, foram apresentados também os retornos diários para outras análises em períodos menores.

3.5 Associações entre os resultados

Após realizados os exames anteriores, buscou-se encontrar associações com as reações do mercado em termos de retorno e risco. Para isso, realizou-se um teste de regressão linear múltipla tendo como variável dependente o Retorno Anormal Acumulado, conforme Equação a seguir.

Equação 5 - Cálculo do Retorno Esperado

$$RAA = \alpha_i + \beta_1 PL + \beta_2 Beta + \beta_3 VM + \beta_4 Controle + \epsilon_{i,t}$$

RAA: Retorno Anormal Acumulado na Janela de Evento da adoção de IFRS entre D-3 e D+3.

PL: Ln do Patrimônio Líquido de 2010 mensurado de acordo com as normas IFRS.

Beta: Coeficiente Beta calculado para o banco na Janela de Estimação de 120 pregões.

VM: Variação acumulada do valor de mercado das ações na Janela de Evento da adoção de IFRS entre D-3 e D+3.

Controle: Variável binária, sendo 1 para controle privado e 0 para controle estatal.

Asteriscos *, ** e *** denotam significância estatística bicaudal a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

O Retorno Anormal Acumulado foi colocado como variável dependente para que se possa verificar se o preço da ação foi afetado além do retorno de mercado na Janela de Evento de divulgação em IFRS.

O Patrimônio Líquido dos bancos foi utilizado como variável de interesse, porque a relação com o retorno anormal pode significar *value relevance* da informação de acordo com as normas IFRS.

O coeficiente de risco sistêmico Beta dos bancos foi utilizado como variável de interesse, porque a relação com o retorno anormal pode significar que a informação trazida pela divulgação em IFRS na Janela de Evento afeta a avaliação de risco por parte de investidores.

A variação acumulada do valor de mercado pode afetar o retorno anormal acumulado na Janela de Evento de divulgação de IFRS segundo o pressuposto de que contém eventuais oscilações provocadas por boas e más notícias. A intenção é controlar esse efeito de modo a

isolar o efeito das demais variáveis de interesse.

Uma *dummy* de controle acionário, sendo 1 para bancos de controle privado e 0 para bancos de controle estatal, foi utilizada para controlar o efeito de retornos anormais associados à origem do capital investido e dos interesses econômicos atrelados.

4 RESULTADOS

4.1 Caracterização das instituições analisadas

Este estudo é realizado com dados de 11 bancos que consolidaram suas demonstrações financeiras, apresentaram-nas em IFRS em intervalo superior a 10 dias da primeira DF conforme COSIF e possuíam ações majoritariamente negociadas no Brasil. O conjunto de entidades e algumas características levantadas delas encontram-se na Tabela 2.

Tabela 2 - Características das instituições

Banco	Data da		Nível Governança	Ativo Maior Liquidez	% Presença nos Pregões	% 4 Maiores Acionistas	Ativo Total Consolidado *
	COSIF	IFRS					
ABC BRASIL	11/02/11	13/05/11	N2	PN	100	66,9	9 746
BANRISUL	14/02/11	02/05/11	N1	PNB	100	64,7	32 688
BIC BANCO	16/02/11	12/05/11	N1	PN	100	61,1	17 073
BRADESCO	31/01/11	15/04/11	N1	PN	100	40,7	602 954
BRASIL	17/02/11	29/04/11	NM	ON	100	69,2	802 820
INDUSVAL	23/02/11	29/04/11	N2	PN	96	53,6	3 309
ITAUUNIBCO	22/02/11	05/04/11	N1	PN	100	49,6	727 481
MERCANTIL	14/02/11	29/04/11		ON	53	34,4	11 044
PARANA	24/02/11	21/05/11	N1	PN	98	50,2	3 074
SANTANDER	03/02/11	04/04/11	N2	UNT N2	100	75,8	374 663
SOFISA	17/03/11	02/05/11	N2	PN	100	85,3	4 664
TOTAL							2.645679

COSIF: data da divulgação conforme normas contábeis emitidas pelo Banco Central do Brasil. IFRS: data da divulgação conforme normas contábeis emitidas pelo IASB. Dias: Ativo de Maior Liquidez: ON - ações ordinárias com direito a voto; PN - ações preferenciais sem direito a voto; UNT - bloco de ativos compostos por mais de uma classe de ações. % Presença nos pregões: percentual de dias com negociação do ativo no período considerado. % 4 Maiores Acionistas: nível de concentração acionária em quatro controladores. Ativo Total Consolidado – valores em milhões de Reais.

Fonte: Dados do pesquisa.

A Tabela 2 apresenta as características distribuídas da seguinte forma: na primeira coluna, o nome do banco que foi analisado; na seguinte, a classe de ações que foram utilizadas neste estudo, ou seja, as de maior liquidez no período. Como observável, são 8PN, apenas 2 ON, e uma UNT (ativos compostos por mais de uma classe de valores mobiliários, como uma ação ordinária e um bônus de subscrição, por exemplo, negociados em conjunto). Das duas únicas empresas que possuíam ações ordinárias com maior liquidez, uma delas é o Banco do Brasil, que está classificado no Nível Novo Mercado de Governança Corporativa da bolsa, ou seja, possui classe única de ações.

A outra é o banco SANTANDER, que negocia suas ações em blocos PN e ON juntas (UNT), cuja composição é 55 ações ON e 50 PN. Apenas como curiosidades, ele se encontra classificado no Nível 2 (N2) de Governança da Bovespa.

A coluna subsequente mostra o percentual de presença nos pregões entre outubro de 2010 e agosto de 2011 (período que corresponde aproximadamente à Janela de Estimativa do estudo de evento, importante para a estimativa dos retornos). Além disso, essa informação expõe que o tratamento de um conjunto de empresas com elevada liquidez, em que apenas 1 banco possuía presença inferior a 96% (e superiores a 50%, valor mínimo estipulado

para a aceitação da instituição no estudo) dos pregões.

A coluna seguinte apresenta os valores percentuais de ações de propriedade dos quatro maiores acionistas de cada instituição. Isso demonstra que esse conjunto, exceto 3 bancos, apresenta concentração de propriedade superior a 50%. A última coluna apresenta o valor dos ativos consolidados, assim como revela que os quatro maiores bancos possuem aproximadamente 95% do total de ativos.

4.2 Análise comparativa dos valores divulgados nas DREs

Como apontado, a adoção do IFRS provocou mudanças na forma de

reconhecer, mensurar e de evidenciar fatos contábeis. Contudo, os bancos passam a apresentar de forma segregada os resultados das operações financeiras de outros resultados operacionais que não são diretamente relacionados a juros. Com isso, a DRE passa a ser dividida e a apresentar dois resultados, um diretamente vinculado a juros (operações financeiras) e outro advindo de tarifas e outros serviços e cobranças. Isso já poderia ser interpretado como nova informação. No entanto, foram comparadas as DREs, e a Tabela 3 apresenta as diferenças percentuais entre os valores divulgados nos dois padrões, resumidamente, nas principais contas das Demonstrações de Resultados do Exercício consolidadas.

Tabela 3 - Diferenças % nas DREs divulgadas em COSIF e IFRS

Bancos	Rec. Juros	Desp. Juros	Res. Bruto	Out. Res. Op.	Lair	Lucro Cons.	Minoritários	Lucro Líq.
ABC BRASIL	9,2%	19,9%	-4,0%	63,2%	-	-24,0%	-100,0%	0,5%
BANRISUL	-4,5%	-21,2%	12,7%	23,5%	18,5%	-0,5%	-100,0%	6,4%
BIC BANCO	6,9%	-8,0%	24,8%	81,7%	0,6%	-19,2%	-100,0%	-15,5%
BRABESCO	-5,5%	-27,7%	30,5%	63,3%	-	-0,9%	-7,4%	-0,8%
BRASIL	3,3%	-9,5%	30,5%	124,8%	20,2%	-15,8%	-98,1%	-3,5%
INDUSVAL	14,1%	25,2%	-11,3%	-3,0%	11,9%	-29,7%	-100,0%	-10,3%
ITAUUNIBANCO	2,9%	-18,4%	30,2%	88,4%	-	-13,9%	-33,8%	-12,1%
MERCANTIL BR	39,3%	41,7%	35,5%	41,7%	31,0%	13,0%	-82,4%	37,8%
PARANÁ	0,0%	-38,5%	34,4%	139,7%	12,2%	-17,6%	-100,0%	-12,0%
SANTANDER	-1,9%	-31,1%	39,3%	24,2%	16,0%	45,2%	-100,0%	91,1%
SOFISA	0,0%	-1,0%	2,8%	-16,0%	57,8%	-8,0%	-100,0%	5,3%

Valores em percentuais. Rec. Juros: Receita de Juros. Desp. Juros: Despesa de Juros. Res. Bruto: Resultado Bruto. Out. Res. Op.: Outros Resultados Operacionais. Lair: Lucro antes do Imposto de Renda e da Contribuição Social sobre o Lucro. Lucro Cons.: Lucro Consolidado antes das participações de acionistas não controladores. Minor: Participação de Acionistas não Controladores. Lucro Líq.: Lucro Líquido após a distribuição a Acionistas não Controladores.

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir desses dados, é possível verificar que houve Resultados Brutos maiores em IFRS, à exceção de 2 bancos, e que as contas Receitas de Juros apresentaram variações menores, quando comparadas com a média das demais contas.

A média de variações percentuais foi positiva para Receita de Juros, Resultado Bruto, Outros Resultados Operacionais e Lucro Líquido; e negativa para Despesa de Juros, LAIR, Lucro Consolidado e Participação de

Minoritários; o que mostra que a adoção do IFRS provocou variações em ambos em um sentido, conforme a instituição abordada, com altos desvios padrão, que revelam a grande amplitude de variação dos valores.

O mesmo estudo foi realizado com algumas contas do Balanço Patrimonial. Abaixo segue a Tabela 4 com o resumo das comparações realizadas, apresentando algumas das diferenças entre os valores divulgados em IFRS e COSIF em valores percentuais.

Tabela 4 - Diferenças entre valores divulgados em COSIF e IFRS em percentuais

Banco	Contas de Resultado		Contas Patrimoniais		
	LL	LAIR	INTANG	IMOB USO	PL
ABC BRASIL	0,0	-19,0		17,9	2,8
BANRISUL	6,0	1,0	1,0	14,6	3,6
BIC BANCO	-15,0	-20,0	0,0	19,5	-2,0
BRADESCO	-1,0	5,0	-15,0	-2,5	6,3
BRASIL	-3,0	-12,0	77,0	13,2	7,7
INDUSVAL	-10,0	-31,0	0,0	6,0	1,5
ITAUNIBANCO	-12,0	-12,0	-1,0	-4,4	8,9
MERCANTIL BR	38,0	24,0	0,0	28,9	-18,7
PARANÁ	-12,0	-16,0	-100,0	0,0	0,0
SANTANDER	91,0	91,0	-84,0	2,0	13,1
SOFISA	5,0	-4,0	0,0	7,9	0,5

Fonte: Elaborada pelos autores.

O aspecto a ressaltar nesses dados é que a adoção de IFRS trouxe diferenças para as contas de resultado, em várias delas com variações superiores a 20%. Isso dá indícios de que a adoção de IFRS foi capaz de trazer informações diferenciadas para investidores e credores. Permite ainda que este estudo faça a avaliação da relevância da informação em IFRS dado que as diferentes interpretações dos princípios

contábeis produziram demonstrações financeiras com valores divergentes e de difícil comparabilidade.

4.3 Análise da relevância da publicação em IFRS

O estudo de evento foi a metodologia adotada para analisar se a publicação dos relatórios em IFRS foi capaz impactar o preço das ações e gerar

retornos que pudessem ser classificados como anormais, ou seja, diferentes do comportamento estimado.

A Tabela 5, a seguir, apresenta os Retornos Anormais, ao longo da janela de evento. Contudo, destaca-se que um Retorno Anormal (RA) positivo não implica necessariamente em uma

valorização do ativo, pois este RA pode ser decorrente de um ganho acima da expectativa ou de uma perda (desvalorização) menor que a estimada para aquele ativo, frente ao comportamento do mercado.

Tabela 5- Retorno Anormal Diário e Acumulado

Bancos	D-3	D-2	D-1	D+0	D+1	D+2	D+3	RAA
SOFISA	-0,013	0,015	-0,010	0,003	-0,023	-0,037	-0,037	-0,1018
SANTANDER	0,001	-0,008	-0,012	-0,012	-0,005	0,013	-0,001	-0,024
ITAUNIBANCO	-0,002	-0,014	-0,011	-0,002	0,015	-0,002	0,003	-0,0138
BANCO ABC	0,016	0,003	0,012	0,010	-0,009	-0,008	-0,033	-0,0082
BANRISUL	-0,014	-0,001	0,008	0,001	0,014	-0,007	0,002	0,0031
PARANA	0,014	-0,004	-0,001	0,001	-0,008	0,003	0,003	0,0081
BRADESCO	0,016	0,007	0,001	-0,008	0,02	-0,010	-0,009	0,0172
INDUSVAL	0,001	0,006	0,000	-0,008	0,008	0,010	0,005	0,0225
BRASIL	0,001	0,014	0,002	-0,004	0,009	0,010	0,005	0,0374
BIC BANCO	-0,004	0,002	0,015	0,007	0,012	0,001	0,007	0,0398
MERC BRASIL	-0,002	0,012	0,009	-0,006	0,008	0,011	0,009	0,0401
Média	0,001	0,003	0,001	-0,002	0,004	-0,002	-0,004	0,002
Mediana	0,001	0,003	0,001	-0,002	0,008	0,001	0,003	0,008
Desvio Padrão	0,01	0,009	0,009	0,007	0,013	0,014	0,016	0,041
Mínimo	-0,014	-0,014	-0,012	-0,012	-0,023	-0,037	-0,037	-0,102
Máximo	0,016	0,015	0,015	0,010	0,02	0,013	0,009	0,04

Retorno anormal diário na Janela de Evento, definido do terceiro dia (D-3) antes do evento de divulgação das demonstrações financeiras em IFRS (D+0) até o terceiro dia após o evento (D+3). RAA: RETORNO ANORMAL ACUMULADO. Tabela elencada por ordem de menor para maior retorno anormal médio.

Fonte: Dados do trabalho.

Os dados da Tabela 5 demonstram ausência de um comportamento padrão nos retornos anormais diários. É possível observar retornos positivos e negativos, sugerindo que o mercado reagiu de modo diferente para cada instituição. Contudo, observa-se um aumento do desvio padrão após a divulgação, assim como um retorno médio maior.

Se desconsiderarem-se os bancos ABC, Banrisul e Paraná, que tiveram

retornos anormais inferiores a 1% na Janela de Evento, pode-se concluir que SOFISA, SANTANDER e ITAUNIBANCO tiveram retornos anormais negativos de 4,65%; e os bancos BRADESCO, INDUSVAL, BRASIL, BIC e MERCANTIL do Brasil tiveram retornos anormais acumulados (RAA) de 3,15%, acima do previsto.

Isoladamente, o SOFISA teve o pior retorno acumulado do conjunto

analisado, próximo de 10,2 % menor do que o retorno previsto pelo modelo. O Banco do BRASIL, o MERCANTIL e o BIC apresentaram retornos anormais acumulados próximos de 4% acima da previsão, em que apenas o MERCANTIL apresentou resultados persistentes após a data de divulgação.

Ao se mudar o foco para o movimento diário, mais uma vez o banco SOFISA é destacado, pois apresentou os maiores retornos anormais negativos, a partir do dia posterior a divulgação de seu

relatório, apresentando RAA negativo de 2,3% no primeiro e de aproximadamente 4% abaixo do previsto no segundo e terceiro dia após a divulgação do relatório em IFRS.

Assim, mesmo que os resultados do conjunto não apontem algum comportamento padrão e retornos anormais médios relativamente baixos, é possível identificar indícios de que a primeira divulgação em IFRS foi *value relevant* para os bancos analisados.

Tabela 6 - Estatísticas descritivas

	RAA	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
SOFISA	-10,18%	-0,0146	-0,0130	0,0181	-0,0370	0,0150
SANTANDER	-2,40%	-0,0034	-0,0050	0,0082	-0,0120	0,0130
ITAUNIBCO	-1,38%	-0,0019	-0,0020	0,0088	-0,0140	0,0150
BANCO ABC	-0,82%	-0,0013	0,0030	0,0157	-0,0330	0,0160
BANRISUL	0,31%	0,0004	0,0010	0,0085	-0,0140	0,0140
PARANA	0,81%	0,0011	0,0010	0,0064	-0,0080	0,0140
BRADESCO	1,72%	0,0024	0,0010	0,0114	-0,0100	0,0200
INDUSVAL	2,25%	0,0031	0,0050	0,0056	-0,0080	0,0100
BRASIL	3,74%	0,0053	0,0050	0,0057	-0,0040	0,0140
BIC BANCO	3,98%	0,0057	0,0070	0,0061	-0,0040	0,0150
MERC BRASIL	4,01%	0,0059	0,0090	0,0064	-0,0060	0,0120

RAA: Retorno Anormal Acumulado

Fonte: Dados do trabalho.

A Tabela 6 acima apresenta as estatísticas dos retornos anormais mensurados neste estudo, apresentando o Retorno Anormal Acumulado em percentual, seguido da média, mediana e desvio padrão. Destaque para os maiores RAA obtidos, positiva e negativamente, apresentados nas colunas Máximo e Mínimo. Atenção também ao desvio

padrão maior que a média em todas as entidades.

4.4 Associações entre os resultados

Realizadas essas análises e dada a ausência de um comportamento padrão pelo conjunto de instituições, buscou-se apontar quais aspectos poderiam estar relacionados com as reações de mercado analisadas. Foi estruturada uma regressão

linear múltipla considerando a variável de Retorno Anormal Acumulado como dependente e o Patrimônio Líquido, a variação do valor de mercado das ações e

uma *dummy* de controle privado/estatal como variáveis independentes, conforme tabela abaixo.

Tabela 7 - Resultados da Regressão: $RAA = \alpha_i + \beta_1 PL + \beta_2 Beta + \beta_3 VM + \beta_4 Controle + \epsilon_{i,t}$

Variável	Coefficiente	p-value
Intercepto	0,1374	0,1820
PL	-0,0121	0,1486
Beta	0,1295 **	0,0191
VM	0,0039 **	0,0555
Controle	-0,0585 *	0,0279
N	11	
R2 Ajustado	0,5886	
F	4,5774 **	0,0490

RAA: Retorno Anormal Acumulado na Janela de Evento da adoção de IFRS entre D-3 e D+3.

PL: Ln do Patrimônio Líquido de 2010 mensurado de acordo com as normas IFRS.

VM: Variação acumulada do valor de mercado das ações na Janela de Evento da adoção de IFRS entre D-3 e D+3.

Beta: Coeficiente Beta calculado para o banco na Janela de Estimação de 120 pregões.

Controle: Variável binária, sendo 1 para controle privado e 0 para controle estatal.

Asteriscos *, ** e *** denotam significância estatística bicaudal a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Dados do trabalho.

Como se pode observar pelos resultados da regressão, o valor do Patrimônio Líquido mensurado pelas normas IFRS não apresentou significância estatística. Com isso, esse valor não pode ser considerado uma informação *value relevant*, tendo como parâmetro o Retorno Anormal Acumulado na Janela de Evento em torno da divulgação em IFRS. Isso pode ser indício de que os preços já estariam ajustados para essa informação, dada a divulgação prévia de acordo com o COSIF.

O Beta e a variação acumulada do valor de mercado das ações são

significantes e positivamente relacionados com o Retorno Anormal Acumulado. A variável binária de controle privado/estatal também se mostrou significativa, mas negativamente relacionada.

Pode-se observar que houve significância estatística em relação à variável de controle privado / estatal. Por estar negativamente relacionado, esse resultado denota que bancos de controle estatal apresentaram maior Retorno Anormal Acumulado. Apesar de o controle ser significativo, destaca-se o baixo coeficiente.

O resultado significativo da variação acumulada do valor de mercado das ações, utilizada como variável de controle de notícias boas ou ruins na Janela de Evento, aponta no sentido de que o Retorno Anormal também pode ser explicado por esse fator, apesar de apresentar baixo coeficiente.

Considerando-se que o Beta é uma medida de risco e representa nessa regressão a influência do risco sistêmico sobre o Retorno Anormal do banco dentro da Janela de Evento de divulgação de IFRS, depreende-se que informação trazida pelo conjunto de relatórios em IFRS pode ter afetado a avaliação de risco por parte de investidores. Há indícios de que houve maior Retorno Anormal Acumulado na Janela de Evento em função de maior risco dos bancos, o que denota que os investidores utilizaram as informações para confirmar suas avaliações a respeito do binômio retorno-risco. Se isso não ocorresse, a variável Beta não seria significativa na explicação do Retorno Anormal na Janela de Evento de divulgação em IFRS.

Assim, os resultados sugerem que os ajustes efetuados nos preços das ações foram maiores para empresas com maior risco, o que significa que a informação pode ter possibilitado melhor avaliação de risco por parte dos investidores.

5 CONCLUSÕES

Objetivou-se neste artigo analisar a reação do mercado acionário à adoção de IFRS por bancos no Brasil por meio do estudo do evento da primeira divulgação das demonstrações financeiras de acordo com as normas internacionais. A oportunidade de se estudar a adoção do IFRS pelos bancos foi gerada pela obrigatoriedade da divulgação de dois Demonstrativos Financeiros Anuais Consolidados, publicados em até 90 dias do fechamento de 2010 conforme normas COSIF e até 31 de maio de acordo com as IFRS. Isso permitiu isolar o impacto da “surpresa” trazida pela informação em IFRS após a divulgação conforme o COSIF.

Dessa forma, este trabalho contribui com a literatura a respeito da adoção de IFRS por meio do exame de uma situação incomum que é a divulgação de demonstrações financeiras de um mesmo exercício em padrões diferentes e em momentos sequenciais próximos. Essa dupla apresentação dos relatórios de um mesmo período trouxe a possibilidade de se observar o impacto da divulgação em IFRS pela primeira vez sem o efeito “surpresa” da divulgação dos montantes dos resultados anuais, o que permite pressupor que as reações do mercado à

publicação em IFRS sejam em grande parte em função das diferenças de propósito da informação dos dois conjuntos normativos.

Foram analisados os dados de 11 bancos, que representam aproximadamente 2,6 trilhões de reais em ativos, representando mais de 90% do setor. Eles apresentaram como características propriedade concentrada, baixa aderência às propostas de níveis de governança da BM&FBovespa, maior negociação de ações sem direito a voto e concentração de 95% dos ativos em apenas quatro bancos, dos quais um de controle estatal e um de controle estrangeiro. Esse conjunto de características sugere uma baixa pressão do mercado acionário para a obtenção de informações contábeis. Isso, em tese, pode levar à interpretação de que, se as informações divulgadas não forem efetivamente relevantes, espera-se pouco impacto da divulgação sobre as ações negociadas.

Uma comparação dos valores divulgados nas demonstrações financeiras em COSIF e em IFRS de 2010 mostra que a adoção das normas internacionais provocou mudanças nos valores, o que permite investigação sobre os impactos da divulgação posterior em IFRS.

O estudo de evento revelou a ocorrência de Retornos Anormais

Acumulados, mas não de maneira uniforme entre os bancos investigados, de forma que não foi possível associar o Retorno Anormal a algum dos novos números contábeis isoladamente ou a concluir que os Relatórios Financeiros em IFRS possuem características capazes de precificar os ativos analisados em alguma direção. Verificou-se um alto desvio padrão em relação à média, que não permite afirmar que a adoção de IFRS provocou Retornos Acumulados positivos ou negativos em termos gerais dentro do conjunto de bancos estudados. Entretanto, esses resultados sugerem que a divulgação de acordo com as normas IFRS provocou retornos anormais superiores a 1,4% em 8 dos 11 bancos analisados, em uma curta Janela de Evento.

Estruturou-se também uma regressão linear múltipla considerando a variável de Retorno Anormal Acumulado como dependente; o Patrimônio Líquido, o Beta, a variação do valor de mercado e uma *dummy* de controle privado/estatal como variáveis explicativas.

Verificou-se que o Patrimônio Líquido mensurado conforme as IFRS não se mostrou estatisticamente significativo em relação ao Retorno Anormal Acumulado, o que significa que não é possível afirmar que essa informação foi *value relevant* na Janela de Evento em torno da divulgação

das informações em IFRS. Isso pode significar que estudos considerando apenas o impacto da adoção de IFRS e preterindo a divulgação anterior em COSIF podem chegar a resultados limitados.

Entretanto, verificou-se que o Beta é uma variável significativa e positivamente relacionada. Assim, há indícios de que houve maior Retorno Anormal Acumulado na Janela de Evento em função de maior risco dos bancos, o que denota que os investidores utilizaram as informações para confirmar suas avaliações a respeito do binômio retorno-risco.

Este resultado sugere que a divulgação em IFRS trouxe uma melhor avaliação de risco por parte dos investidores, ao considerar que a análise ocorreu em uma curta janela de tempo em torno do dia da divulgação das informações em IFRS e que a divulgação de montantes de lucro e patrimônio líquido já havia ocorrido anteriormente conforme as normas COSIF. Esse resultado contribui com a literatura a respeito de adoção de IFRS em termos de relevância da informação, já que o aspecto da avaliação de risco é pouco tratada pela literatura como um objeto de impacto da divulgação da informação, literatura na qual o impacto direto da informação sobre o preço da ação é predominante.

Cabe apontar que esse estudo limita-se a um pequeno grupo de instituições, a uma única divulgação, é restrito às variáveis analisadas e que se apoia sobre a metodologia de estudo de evento. Além disso, soma-se o fato de as demonstrações em IFRS terem sido publicadas próximas às datas de divulgação das demonstrações do primeiro trimestre. Assim, sugerem-se trabalhos posteriores e o uso de outros métodos de análise.

REFERÊNCIAS

AGOSTINO, M.; DRAGO, D.; SILIPO D. B. The value relevance of IFRS in the European banking industry, **Review of Quantitative Finance and Accounting**, Springer Science, 2011.

ALMEIDA F. L.; SILVEIRA, J. C.; LAMOUNIER, W. M. **Impactos dos Ajustes nas Demonstrações Contábeis Apresentadas ao Mercado Americano nos Preços de Ações de Empresas Brasileiras que Negociam ADR's Congresso USP de Contabilidade e Controladoria**. Disponível em: <http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos102010/368.pdf>. 2010. Acesso em: 17 ago. 2012.

AMIR, E; HARRIS, T. S.; VENUTTI, E.A. Comparison of the Value Relevance of U.S. versus Non-US.GAAP Accounting Measures Using Form 20F Reconciliation. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 31.p. 203-264, 1993.

ANJOS, Sérgio O. Abertura. In: Semana de Contabilidade do Banco Central do Brasil, 13, 2010. São Paulo, **Anais...**Disponível em

<www.bcb.gov.br/pre/evento/arquivos/2010_8_121/Sergio%20Odilon.pdf>.
Acesso em: set. 2015.

BACEN, Banco Central do Brasil.
Elaboração e Publicação das Demonstrações Financeiras. Disponível em:

<http://www4.bcb.gov.br/NXT/gateway.dll?f=templates&fn=default.htm&vid=nmsDenorCosif:idvDenorCosif>. Acessado em: 03 janeiro de 2013.

BALL, R. International Financial Reporting Standards (IFRS): Pros and Cons for Investors. **Accounting and Business Research International Accounting Policy Forum**, 2006.

BALL, R.; BROWN, P. An empirical evaluation of accounting numbers. **Journal of Accounting Research, Chicago**: University of Chicago, v. 6, n. 2, p. 159-178, Aut. 1968.

BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. **value relevance of Bank's Fair Value Disclosure Under SFAS 107.** *The Accounting Review*, Vol 71 n. 4, 1996.

_____.; 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.

BATISTELLA, F.D. et al. **Retornos de Ações e Governança Corporativa: Estudo de Eventos, XII SEMEAD, SÃO PAULO**, 2009.

BEAVER, W. The information content of annual earnings announcements. **Journal**

of Accounting Research, v. 6, p. 67-92, 1968.

BIO, Sérgio Rodrigues. **Sistemas de Informação: um Enfoque Gerencial**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

BORGES FORTI, C. A.; PEIXOTO, F.M.; SANTIAGO, W.P. Hipótese da eficiência de mercado: um estudo exploratório no mercado de capitais brasileiro. **Gestão & Regionalidade** 25.75 (2010).

BROWN, S.; LO, K.; LYS, T. Use of R-squared in Accounting Research: Measuring changes in value relevance over the last four decades. **Journal of Accounting & Economics**, Amsterdam, v. 28, n. 2, p. 83-115, dez. 1999.

BRUNI, A. L. **Risco, retorno e equilíbrio: uma análise do modelo de precificação de ativos financeiros na avaliação de ações negociadas na Bovespa (1987-1996).** Dissertação de mestrado apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1998.

CALCADO, E. D. et al. Indicadores Econômico-Financeiros dos Bancos Brasileiros: Impactos Associados aos Padrões Contábeis do IASB e do BCB. 13º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2013. **Anais...** São Paulo: USP, 2013.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Estudos de evento: teoria e operacionalização. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 3, p. 1-20, jul.-set. 2003.

_____. Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro pós-Plano Real: um estudo de eventos dos anúncios de fusões e aquisições. **Rev. Administração**, São Paulo, v. 41, n. 1, mar.2006. Disponível

em:<http://www.revistasusp.sibi.usp.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0080-21072006000100004&lng=pt&nrm=iso>. Acessado em: 22 janeiro de 2013.

CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. **The econometrics of financial markets**. New Jersey: Princeton University Press, 1997.

COSTA JR, N. C.A.; NEVES, M.B. Variáveis fundamentalistas e os retornos das ações. **Revista Brasileira de Economia**, v. 54, n. 1, p. 123-137, 2000.

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis. **Resolução CFC nº1. 055/05** Disponível em: www.cpc.org.br/oque.htm. 2005.

CUNHA, E. S., DANTAS, J. A., MEDEIROS, O. R. de, **Conservadorismo Condicional nas Instituições Bancárias Brasileiras: Um Comparativo entre as Demonstrações Cosif x IFRS**. Congresso USP-FIPECAFI de controladoria e contabilidade, Disponível em <http://www.congressousp.fipecafi.org/web/artigos152015/>. Acessado em set. 2015

DECHOW, P., GE, W., SCHRAND, C. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of Accounting and Economics**, 50, 344-401, 2010.

FARIAS, J. B. et al. Adoção das IFRS nas demonstrações consolidadas dos bancos listados na BM&Fbovespa., 10(2), 63-83. 2014

DeFOND, M. et al. Does Mandatory IFRS Adoption Affect Crash Risk? **Distinguished Lecture Series, School of Accountancy of W. P. Carey School of Business**, Arizona State University 2012. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1966114. Acesso em: 04/08/2013.

ECCHER E. A.; RAMESH, K.; THIAGARAJAN, S. R. Fair value disclosures by bank holding companies. **Journal of Accounting and Economics**, ed.22 p.79 117, 1996.

ELBAKRY, A. E. M. **The Impact of IFRS Adoption on Stock Performance and Financial Indicators: A Comparative Study between Germany and the UK**; thesis submitted to the University of Plymouth, 2010.

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

GEBHARDT G.; NOVOTNY-FARKAS Z. Mandatory IFRS Adoption and Accounting Quality of European Banks, **Journal of Business Finance & Accounting**, 2010.

GUILFORD, J. P. **Fundamental statistics in psychology and education**.4.ed. New York: McGraw-hill Book, 1950

HAIL, L.; LEUZ, C.; WYSOCKI, P. Global accounting convergence and the potential adoption of IFRS by the U.S.: conceptual underpinnings and economic analysis. **Accounting Horizons**, v. 24, n. 3, p. 355-394, 2010.

HOLTHAUSEN, R. W.; WATTS, Ross L. The Relevance of the Value-relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 3-75, 2001.

JING, L.; LI, B. The Value-Relevance of Fair Value Measures for Commercial Banks: Evidences from the Chinese Bank Industries. **International Research Journal of Finance and Economics**, 2010.

LIMA, J. B. N. **A relevância da informação contábil e o processo de**

convergência para as normas IFRS no Brasil. 2010. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, FEA/USP, São Paulo, 2010.

LOPES, A. B.; IUDÍCIBUS, S. D. **Teoria avançada da contabilidade.** São Paulo: 2. Ed. Atlas, 2011.

MACEDO, M. A. S.; MACHADO, M. A. V.; MACHADO, M. R. Análise da Relevância da Informação Contábil no Brasil num Contexto de Convergência às Normas Internacionais de Contabilidade. In: CONGRESSO NACIONAL DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS – ADCONT, 2, **Anais eletrônicos...**2011, Rio de Janeiro, Disponível em:
<<http://www.facc.ufrj.br/ocs/index.php/adcont/adcont2011/paper/view/341>>
Acesso em: 27jan. 2012.

MACEDO, M. A. S. et al. Análise do impacto da substituição da DOAR pela DFC: um estudo sob a perspectiva do Value- Relevance. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 22, n. 57, p. 299-318, 2011.

MACKINLAY, A. C. Event Studies in Economics and Finance. **Journal of Economic Literature**. v. Xxxv, Mar. 1997, p. 13–39.