

---

# VALUE RELEVANCE DO VALOR DISTRIBUÍDO DA DVA: ANÁLISE NO MERCADO BRASILEIRO À LUZ DA TEORIA DOS STAKEHOLDERS E SHAREHOLDERS

Marcia Helena de Andrade Couto<sup>1</sup>  
Ercílio Zanolla<sup>2</sup>

---

▪ Artigo recebido em: 17/08/2020 ▪▪ Artigo aceito em: 01/11/2022 ▪▪▪ Segunda versão aceita em: 04/08/2023

## RESUMO

O objetivo do estudo foi analisar o comportamento da relevância do conteúdo informacional da distribuição do valor da DVA (Demonstração do Valor Adicionado), conforme os grupos de interesses classificados à luz da Teoria dos Stakeholders e Shareholders. A metodologia aplicada caracteriza-se em qualitativa, com predominância quantitativa, no período de 2009 a 2018, em 169 empresas brasileiras. Os dados foram organizados em painel, totalizando 1.690 observações, e utilizou-se o modelo de Ohlson (1995) de *value relevance* ajustado conforme a pesquisa. As variáveis do Vad (Valor Adicionado) foram classificadas em VadShare (Acionistas), VadStake (Stakeholders), StakSoc (Social), StakGov (Governo) e StakTer (Terceiros) e as hipóteses fundamentadas na teoria econômica. Os resultados apontaram que o Vad proporciona um modelo mais adequado e possui influência negativa no preço das ações, confirmando a teoria econômica. A maximização de riqueza aos acionistas é confirmada nos resultados em todos grupos de interesse na distribuição de riqueza - constatou-se que modelo do VadShare é o mais adequado ao ser comparado com o VadStake, StakSoc, StakGov e StakTer. Constatou-se que o período analisado, de crise econômica e política, influenciou no comportamento do valor da distribuição de riqueza, do preço das ações. De forma geral, pode-se inferir que outros fatores podem impactar o preço das ações. Destaca-se como contribuição da pesquisa que tanto a discussão da teoria dos Shareholders e Stakeholders como a análise das evidências empíricas podem ser o despertar de interesse de análise e discussões na academia e maior uso e utilidade da DVA nas empresas e no mercado.

**Palavras-Chave:** *Value Relevance*, DVA, Valor Adicionado Distribuído, Shareholders e Stakeholders.

---

<sup>1</sup>Mestre em Ciências Contábeis (UFG), Professora da Universidade Estadual de Goiás (UEG), Endereço: Rua QR 24 QD 17 Lt03 – Quinta dos Riantes – CEP: 76.330-000 - Jaraguá/GO, Brasil, Email: [marcia.couto@ueg.br](mailto:marcia.couto@ueg.br), ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-4970-9390>

<sup>2</sup> Doutor em Contabilidade pela Universidade de Brasília, professor na Universidade Federal de Goiás. Endereço: Rua J57, QD 104 LT17, Setor Jaó, Goiânia-Go, Brasil. CEP: 74.674-230. Tel.: (62) 99965-2121. E-mail: [zanolla@ufg.br](mailto:zanolla@ufg.br). ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-7371-427X>

Editor responsável pela aprovação do artigo: Dr. Eduardo Mendes Nascimento  
Editor responsável pela edição final do artigo: Dr. Ewerton Alex Avelar

# VALUE RELEVANCE OF DVA DISTRIBUTED: ANALYSIS IN THE BRAZILIAN MARKET IN LIGHT OF THE STAKEHOLDERS AND SHAREHOLDERS THEORY

## ABSTRACT

The objective of the study was to analyze the behavior of the relevance of the informational content of the distribution of the value of the DVA, according to the interest groups classified in light of the Stakeholders and Shareholders Theory. The methodology applied characterizes in qualitative and quantitative terms, in the period from 2009 to 2018, 169 Brazilian companies. The data were organized in a panel, totaling 1,690 observations, and the Ohlson (1995) model of value relevance adjusted according to the survey was used. The Vad variables were classified into VadShare (Shareholders), VadStake (Stakeholders), StakSoc (Social), StakGov (Government) and StakTer (Third Parties) and the hypotheses based on economic theory. The results showed that Vad provides a more adequate model and has a negative influence on stock prices, confirming the economic theory. The maximization of wealth to shareholders is confirmed in the results in all interest groups in the distribution of wealth - it was found that the VadShare model is the most appropriate when compared with VadStake, StakSoc, StakGov and StakTer. It was found that the period analyzed, of economic and political crisis, influenced the behavior of the value of the distribution of wealth, the price of shares and the average negative performance. In general, it can be inferred that other factors can impact the stock price. It is important to note that both the discussion of the theory of Shareholders and Stakeholders and the analysis of the empirical evidence may be the awakening of interest in analysis and discussions in academia and greater use and utility of VAD in companies and the market.

**Keywords:** Value Relevance, DVA, Value Added District, Shareholders and Stakeholders.

## 1 INTRODUÇÃO

A partir das evidências científicas de que o preço das ações se ajusta ao lucro contábil (Ball & Brown, 1968), são atribuídos conteúdo e valor econômico às informações contábeis. Beaver (1968) corrobora ao afirmar que os investidores reagem à divulgação de ganhos em relação ao volume e preço das ações próximo ao anúncio.

Segundo Barth et al.(2001), a relevância das informações contábeis começou a ser investigada com a terminologia *value relevance*, com a pesquisa de Amir et al.(1993) que analisaram a relevância de reconciliação dos resultados contábeis e do patrimônio líquido ao padrão contábil norte-americano de empresas estrangeiras. A partir desse contexto, vários estudos foram realizados (Collins et al., 1997; Brown et al., 1999; Ohlson, 1995; Feltham & Ohlson, 1995; Barth et al., 2001; Lee & Lee, 2013; Filip & Raffournier, 2013; Lam et al., 2013).

Alguns estudos analisaram a relevância do conteúdo informacional da DVA e, em termos gerais, advogam que o valor criado, na DVA, tem um potencial informacional que supera ao do lucro convencionalmente reportado na DRE (Riahi-Belkaoui & Picur, 1999; Sherer, 2006; Barros et al., 2013; Costa, Guimarães & Mello, 2013; e Machado, Macedo & Machado, 2015; Santos, Botinha e Lemes, 2019). Por outro lado, existem pesquisas que não atribuem as mesmas constatações (Martins, Machado & Callado, 2014; Arruda et al., 2015).

Freeman (1984, 1998), Donaldson e Preston (1995), Jones (1995), Metcalfe (1998) e Moore (1999) consideram que o objetivo das organizações é atender aos interesses dos *shareholders* e demais *stakeholders*. Nessa perspectiva, não há interesses mais importantes ou mais legítimos que outros. Campos (2006) afirma que na dimensão legal, administrativa ou econômica, os *stakeholders* têm papéis, interesses e participações diferentes. Enquanto os empregados, fornecedores e consumidores têm sua participação nos negócios já estabelecida por contratos feitos *a priori*, os acionistas dependem dos resultados residuais, evidenciados no final do processo.

Diante o exposto, a DVA contempla, na distribuição do valor adicionado, a identificação dos grupos de interesses, compreendidos nos *Stakeholder*, *Shareholder* e demais. Para Smith (2003), os *shareholders* detêm o controle e direcionam o capital conforme seus interesses mas, no entanto, a obrigação dos gestores deve ser com todos os *stakeholders*.

Nessa concepção, para Campbell (1997) a teoria dos *stakeholders* é fundamental para gerar riqueza, pois demonstra que não é possível garantir a sobrevivência da empresa sem entregar valor a importantes *stakeholders*. Assim, embora os *shareholders* tenham alguns privilégios e direitos diferentes dos demais grupos de interesse, outros *stakeholders*, isso não lhes confere mais direito em receber os benefícios da empresa.

Diante do papel e da influência dos *shareholders* e dos demais *stakeholders* na transferência de recursos gerados pela empresa, evidenciados na DVA, surge à pergunta de pesquisa. **Como se comporta a relevância do conteúdo informacional do valor adicionado distribuído da DVA no mercado brasileiro?** Para tanto, objetiva-se, analisar o comportamento da relevância do conteúdo informacional da distribuição do valor da DVA, conforme os grupos de interesses classificados à luz da Teoria dos *Stakeholders*, no período de 2009 a 2018.

A pesquisa se justifica pela ideia de que nas pesquisas sobre *value relevance* das informações por grupos de interesses, conforme Souza (2015), o mercado determina o quanto está disposto a pagar pelas ações de determinada empresa, bem como, testa quais informações contábeis se mostram relevantes. Neste contexto, Lopes (2002) destaca que os resultados das investigações envolvendo o *value relevance* são de interesse para um público amplo: analistas financeiros, órgãos reguladores e agentes de governança corporativa.

Nesse sentido, há uma lacuna teórica acerca da existência de relações entre o perfil axiológico dos dirigentes empresariais e a orientação mais para *shareholders* ou outros *stakeholders*. O debate quanto à orientação da

identidade empresarial, seja favorável aos interesses exclusivos dos acionistas ou propondo articulação entre todos os públicos interessados ainda é recente e não encontrou respaldo teórico e prático definitivo (Adams et al., 2011).

O presente estudo se justifica também pelo período analisado, 2009 a 2018, que foi marcado por instabilidade econômica e política. Houve, nesse período, queda generalizada no crescimento, com PIB negativo em vários anos seguidos, queda de investimentos com consequências negativas na atividade produtiva e comercial.

Assim, pode-se esperar comportamento anômalo em variáveis contábeis e no preço das ações das empresas brasileiras e, conseqüentemente, na relevância de conteúdo informacional contábil. Ainda, esta pesquisa se justifica pela abordagem da discussão proposta que busca identificar a relevância do valor adicionado distribuído no mercado brasileiro aos *Shareholders* e demais *Stakeholder*, ainda não explorada pela literatura.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Qualidade da Informação e *Value Relevance*

A qualidade da informação, segundo Francis et al., (2008) é vinculada à precisão. No entanto, para os autores, precisão no contexto de mercado de capitais deve ser restringida a alguns aspectos da Estrutura Conceitual Contábil, mais especificamente nas características qualitativas das informações, consideradas como atributos da qualidade da informação.

Francis et al.(2008) afirmam que a qualidade do resultado é um conceito multidimensional, em que algumas medidas são vinculadas à percepção dos investidores. Assim, as pesquisas que investigam a relevância dos números contábeis assumem que o preço de mercado ou retorno da ação reflete o julgamento dos investidores.

Desta forma, os estudos acerca da relação das variáveis contábeis e o mercado de capitais, alinhado às evidências científicas, condizem que os preços das ações ajustam-se ao lucro contábil. Neste sentido, destaca-se o trabalho seminal de Ball e Brown (1968), que atribuiu às informações contábeis conteúdo e valor econômico.

Beaver (1968) corrobora com os estudos de Ball e Brown (1968) ao comparar o valor da variância dos retornos anormais no período do anúncio em relação aos demais períodos (sem anúncio). Variância maior no período de anúncio indica que existe conteúdo informacional, mas não testa a significância estatística da maior variância dos retornos (Lo & Lys, 2000).

Barth *et al* (2001) discorrem que a primeira definição de relevância foi encontrada na pesquisa de Amir *et al* (1993), que investigaram se os ajustes de reconciliação dos resultados contábeis e do patrimônio líquido ao padrão contábil norte-americano de empresas estrangeiras de 20 países listadas na Bolsa de Valores de Nova York eram relevantes. Os resultados apontam que as reconciliações possuem relevância em relação às informações divulgadas no sistema contábil do país de origem das empresas.

No Brasil, a expressão inglesa '*value relevance*' é entendida como a extensão do impacto que determinada informação contábil produz no preço das ações da empresa (Ramos; Lustosa, 2013). Dessa maneira, a questão primária dos estudos sobre *value relevante* é conhecer se o conteúdo das demonstrações contábeis é relevante para os investidores (Barth et al., 2001; Beaver, 2002; Lopes, 2002; Baboukardos; Rimmel, 2014; Tsalavoutas; Dionysiou, 2014).

Assim, a relevância da informação encontra-se no fato de disponibilizar aos usuários artefatos para que consigam avaliar o resultado de eventos passados e presentes e predizer eventos futuros ou, ainda, que tenham valor de *feedback* e assim possam confirmar ou corrigir expectativas traçadas *a priori* (Germon & Meek, 2001; Riahi-Belkaoui, 2000). Macedo et al. (2011) complementam que a informação contábil relevante contribui para a redução da assimetria informacional existente entre os usuários internos e externos da empresa.

Neste sentido, o *value relevance*, para a academia, pode ser entendido como uma investigação da relação empírica entre a reação do mercado de capitais e uma informação contábil específica, com o objetivo de verificar a sua adequação para, posteriormente, considerá-la uma norma (Holthausen & Watts, 2001). Apreende-se que a informação seja gerada à luz de qualidades intrínsecas a Estrutura Conceitual.

Para Barth et al. (2001), uma informação é considerada relevante se ela estiver correlacionada com os valores de mercado da empresa. É comum nos estudos a utilização do lucro e do patrimônio líquido como variáveis independentes e associação dessas duas variáveis com o valor de mercado das empresas (Brown et al., 1999).

Os estudos sobre a qualidade da informação contábil trouxeram avanços teóricos e empíricos à literatura, no entanto, ainda existem lacunas e possibilidades, pois esta temática pode ser aplicável e pesquisada sobre distintas abordagens. Assim, dentre os atributos da qualidade da informação contábil, destaca-se a relevância, a qual é fundamental para a tomada de decisão dos usuários.

O estudo da relevância busca identificar se um determinado evento ocorrido ou incluído no processo da informação gera informação contábil capaz de modificar a expectativa do usuário e o preço das ações.

### 2.1.1 Estudos de Relevância da Informação Contábil

O modelo Ohlson (1995) utiliza na sua avaliação as variáveis Patrimônio Líquido e Lucro Líquido, por isso promove interesse em pesquisadores com destaque em estudos de *value relevance* (Alencar & Dalmacio, 2006; Lopes et al., 2007; Rezende et al., 2008). Assim, com o modelo de Ohlson (1995), torna-se possível verificar empiricamente se "outras informações" disponíveis no mercado, não reconhecidas pelos contadores na apuração do lucro contábil devido a preceitos vigentes em padrões contábeis, são capazes de alterar a estimativa de lucros anormais futuros e, por consequência, o valor da firma.

O modelo Ohlson (1995) não especifica quais eventos relevantes compõem “outras informações”, mas, ao considerá-los, reconhece existir um conjunto de informações capazes de afetar o valor da firma não apuradas pelo método contábil, visto que tais informações estão disponíveis ao mercado e podem alterar, as expectativas do investidor (Ball & Brown, 1968). Ohlson (1995) propõe que o valor da firma é função (i) do valor do patrimônio líquido; (ii) do lucro residual futuro a valor presente; e (iii) dos fluxos futuros decorrentes de “outras informações” ainda não captadas pelo processo contábil devido ao conservadorismo.

O modelo Ohlson (1995) foi aplicado no Brasil por Lopes et al. (2007), Coelho e Braga (2008), Coelho et al.,(2011) e Madeira e Costa (2015), e possibilita testar empiricamente se “outras informações” decorrentes de eventos relevantes poderiam agregar lucros residuais futuros e, assim, impactar a avaliação atual da firma (Coelho & Braga, 2008; Lopes et al., 2007; Ohlson, 1995). Desse modo, o modelo Ohlson (1995) explicita a variável “outras informações” no formato da equação abaixo.

$$P_t = \alpha_0 + y_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t^a + \varepsilon_t \quad (1)$$

Em que  $P_t$  é o valor da firma,  $y_t$  é o patrimônio líquido,  $x_t^a$  representa os lucros anormais e  $v_t^a$  corresponde às outras informações.

Desta forma, considera-se “outras informações” como a possível aplicação de uma proxy capaz de evidenciar eventos relevantes à informação contábil. Neste estudo, apresentam-se como outras informações o conteúdo informacional da DVA, especificamente o valor adicionado distribuído, como uma variável possível de produzir *value relevance*, aos grupos de interesse envolvidos, *shareholders* e demais *stakeholders*.

Assim, o *value relevance* da informação contábil está relacionado a diversos fatores ligados a qualidade da informação contábil e sua capacidade em influenciar a decisão dos investidores. Neste sentido, a forma como o valor adicionado é distribuído pode alterar o comportamento do investidor conforme seus anseios e interesses.

Nessa concepção, o objetivo primário das pesquisas sobre *value relevance* é investigar se as demonstrações produzidas pelas companhias fornecem aos investidores informações contábeis valiosas para a tomada de decisão, e essa relevância é analisada por meio do reflexo no preço da ação (Barth et al., 2001; Holthausen & Watts, 2001; Alfaraih, 2009; Hassan & Mohd-Saleh, 2010).

## 2.2 DVA e Valor Adicionado Distribuído

O surgimento da DVA foi motivado por movimentos sociais na década de 1960 do século XX na França, Alemanha e Inglaterra que passaram a exigir informações relativas à remuneração, encargos sociais, formação profissional, condições de higiene e segurança no trabalho (Santos, 2007). E Santos (2003, p.35) complementa que tal demonstração “é a forma mais competente criada pela contabilidade, para auxiliar na medição e demonstração da capacidade de geração, bem como de distribuição, da riqueza de uma entidade”.

De Luca et al (2009) apresentam a ausência de utilidade da DVA como justificativa das entidades contábeis USGAAP, FASB e IASB (IAS/IFRS) não mencionarem a elaboração e publicação da DVA.

No Brasil, a DVA se tornou obrigatória para companhias abertas, a partir de 2008, com a instituição da Lei n. 11.638/07, que altera a Lei n. 6.404/76. A DVA está estruturada em duas partes: geração e distribuição da riqueza, onde a distribuição é composta por: Pessoal e Encargos; Impostos, Taxas e Contribuições; Juros e Aluguéis; Juros sobre o Capital Próprio e Dividendos; e Lucros Retidos/Prejuízos do Exercício.

Estudos evidenciam a adoção do valor adicionado para explicar o valor da empresa. Riahi-Belkaoui (1993) realizou um estudo para analisar o conteúdo informativo do retorno da ação, o valor adicionado, o resultado e o fluxo de caixa das empresas nos Estados Unidos, no período de 1981 a 1987. Os resultados indicaram maior conteúdo informacional no valor adicionado, em comparação tanto com o resultado do exercício quanto com o fluxo de caixa.

Bao e Bao (1998) analisaram a utilidade de dois elementos de mensuração de desempenho econômico: valor adicionado e retornos econômicos extraordinários. Com base em dados da DVA e da DRE, levantados no período de 1992 a 1993, concluíram que os resultados não atestam relação entre os retornos extraordinários, e atestam relação com o valor adicionado, que apresentou significância em todos os níveis de preços apresentados.

Lähtinen e Toppinen (2008) pesquisaram a mudança econômica da indústria de serralheria Finlandesa. Verificaram o possível efeito do valor adicionado e o custo-eficiência no desempenho. Utilizando análise de regressão em um recorte temporal de 2000 a 2004 chegaram à conclusão que o custo-eficiência explica melhor o desempenho no curto-prazo enquanto que o valor adicionado explica melhor o desempenho no longo prazo.

No Brasil, Machado et al. (2015) analisaram a relevância do conteúdo informacional da DVA no mercado de capitais brasileiro, por meio da relação entre o preço das ações e a riqueza criada por ação (RCPA), no período de 2005 a 2011. As evidências suportam que a DVA possui conteúdo informacional relevante, pois explica o preço das ações. A relação entre a RCPA e o preço mostrou-se significativa e positiva. As evidências indicaram que o mercado reage mais à RCPA do que ao Lucro Líquido, revelando indícios de que a RCPA representa uma melhor proxy para o resultado do que o LLPA.

Santos et al (2019) investigaram se o conteúdo informacional da DVA é relevante para os investidores. A amostra foi composta por empresas brasileiras pertencentes ao Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGCX) da B3, no período de 2011 a 2015. Os resultados apontaram que o valor adicionado para distribuição é relevante para o mercado acionário nos níveis diferenciados de governança corporativa. Todavia, quando as variáveis de controle são adicionadas, observa-se que o lucro por ação apresenta mais poder explicativo em relação ao valor adicionado líquido. O estudo ainda evidenciou que o conteúdo da DVA conduz transparência das entidades e influencia as decisões dos investidores.

Por outro lado, a pesquisa de Martins et al., (2014) avaliou a aditividade de value relevance da DFC e da DVA ao conjunto de demonstrações contábeis do mercado acionário brasileiro, no período de 2008 a 2010. Os resultados apontaram que a DFC adicionou value relevance ao conjunto de demonstrações contábeis, diferentemente da DVA que não apresentou relevância no conteúdo informacional.

Arruda et al. (2015) evidenciaram que a DVA pouco influencia o retorno das ações em horizontes de tempo diferentes. Para analisar o retorno das ações, os autores observaram três janelas de eventos: curta (três dias antes e após a divulgação das demonstrações), média (sete dias antes e após) e longa (15 dias antes e após).

Diante dos estudos apontados, é perceptível a aplicabilidade do valor adicionado na explicação do preço das ações; no entanto, não ficou evidente abordagem referente ao comportamento da relevância do conteúdo informacional da distribuição de valor da DVA nas empresas brasileiras por grupo de interesse, o que permeia o estudo.

Apesar de haver estudos que apontam que o valor adicionado é mais relevante que o lucro e PL (Riahi-Belkaoui & Picur, 1999; Scherer, 2006; Machado et al., 2015; Santos et al., 2019), existem, por outro lado, estudos que não atribuem as mesmas constatações (Martins et al., 2014; Arruda et al., 2015), o que indica uma dualidade de resultados e, dúvidas quanto à relevância da DVA para o mercado de capitais. Assim, a pesquisa contribui com a discussão e mitigar o questionamento da relevância ou não do valor adicionado distribuído para explicar o preço das ações.

Assim, optou-se em considerar os fundamentos da teoria da firma, Friedman (1962, 1970), Jensen (2001) e Sundaram e Inkpen (2004) e os achados empíricos da pesquisa de Arruda et al. (2015) e Santos et al. (2019), para elaborar a primeira hipótese de pesquisa.

H<sub>1</sub>: O valor adicionado distribuído (Vad) influencia negativamente o preço das ações do mercado brasileiro.

Desta forma, espera-se que a variável Vad apresente significância estatística com sinal negativo. Todavia, a distribuição do valor adicionado atende a diversos grupos de interesse, conforme definição no Pronunciamento Contábil, CPC 09 (CPC, 2008). Para tanto, busca-se fundamentar teoricamente a estrutura e classificação desses grupos de interesses na Teoria do *Stakeholder*.

### **2.3 Teoria dos Stakeholders**

Na literatura discussões sobre a teoria da firma (*shareholders*) e a teoria dos *stakeholders* são contemporâneas e controversas. Um ponto central nessas discussões refere-se a qual função - as empresas deveriam atender. Enquanto a teoria da firma propõe que a empresa priorize o desempenho econômico e, por conseguinte, a riqueza do *shareholder*, a teoria dos *stakeholders* defende que o objetivo da empresa é coordenar o interesse dos diversos *stakeholders* e não apenas do *shareholder*. (Boaventura, 2012).

Assim, é nesse sentido que Friedman (1971) discorre que a única responsabilidade dos gestores das empresas é gerar lucros para os *Shareholders* e acredita que, através do lucro, aumenta-se o bem-estar de uma sociedade. No entanto, afirma que a performance social de uma empresa e a maximização de lucros dos *Shareholders* somente são possíveis em algumas condições restritas.

Jensen e Meckling (1976) propõem um conjunto de questões: (i) como os administradores, enquanto elemento central dos contratos, os administram? (ii) existem relações de preferências entre os administradores e as partes contratadas? (iii) como os resultados da organização são distribuídos e que critérios são utilizados para definir essa distribuição? (iv) qual a importância relativa de cada contratado? As respostas a essas formulações constituem as principais diferenças na teoria de *stakeholders* entre os *shareholders* e demais *stakeholders*.

Boaventura (2012) apresenta críticas à teoria dos *stakeholders*, trazendo a visão de Marcoux (2000), de que a teoria dos *stakeholders* trata primordialmente do tratamento equitativo dos *stakeholders*, sendo esta uma proposta vaga e desprovida de aprofundamentos e, neste sentido, reforça o conflito entre os interesses dos *shareholders* e outros *stakeholders*. O autor retoma controvérsia entre as funções objetivo da teoria da firma e dos *stakeholders*, e contra argumenta com a defesa da teoria por Freeman, Wicks e Parmar (2004), que pontuam que esta teoria aborda como devem ser os processos e procedimentos que promovam justiça na distribuição de recursos.

Jensen (2001) argumenta que maximizar o valor para os acionistas é o objetivo da organização, entretanto acredita que tal meta não vai servir de inspiração para os gestores ou os seus *stakeholders*. Em complemento, Freeman (2004) sugere buscar através da teoria dos *stakeholders* uma revolução integrativa, em que a principal responsabilidade de um executivo é criar o máximo de valor possível para os *stakeholders*, porque é assim que ele pode criar o máximo de valor possível para os acionistas – *shareholders*.

Diante do exposto, os *shareholders* e outros *stakeholders* podem ser identificados na estrutura da DVA, que permite a classificação em grupo de interesses. Pinto e Freire (2013) argumentam que a DVA sinaliza a política adotada pela empresa frente a seus diversos grupos de interesse, além de divulgar dados macroeconômicos.

Vasconcelos et al. (2013) afirmam que a DVA é vista como uma nova dimensão de informação para os *stakeholders*, em comparação com os demonstrativos tradicionais, pois estes sempre tiveram por finalidade divulgar informações econômicas sobre as empresas, em atendimento principalmente aos interesses de seus proprietários e ao governo.

Friedman (1962, 1970), Jensen (2001) e Sundaram e Inkpen (2004) são os maiores defensores da maximização do lucro para o acionista, que encontra as suas raízes na teoria da firma. A maximização do lucro dos *Shareholders* é uma meta desejável, não apenas para os *Shareholders*, mas também para benefício da sociedade, conforme defendem Sternberg (1999) e Jensen (2001). Sundaram e Inkpen (2004) afirmam que as demais partes relacionadas com a empresa,

que não são acionistas (empregados, fornecedores e clientes) possuem a proteção e os benefícios de contratos e da legislação, o que não ocorre com os acionistas.

Os gestores podem transferir riqueza dos vários públicos para os acionistas em vez de aumentar o valor da empresa (Sundaram & Inkpen, 2004) e não há possibilidade de maximizar o valor no longo prazo se os gestores ignorarem ou prejudicarem alguém importante envolvido com a organização (Jensen, 2001). No entanto, quando existem conflitos entre acionistas e outros *stakeholders*, os teóricos da gestão dão precedência aos objetivos econômicos (Walsh, 2005).

Desse modo, atribui-se o entendimento de que o conteúdo informacional dos acionistas possui maior relevância entre os demais grupos, pelo fato de o mesmo ser o maior detentor do risco e gerenciar os interesses dos envolvidos, devendo ser melhor remunerado. Assim, quanto à distribuição do valor adicionado aos *shareholders*, pauta-se a hipótese:

H<sub>2</sub>: O valor adicionado distribuído aos *shareholders* influencia positivamente o preço das ações no mercado brasileiro.

Baseado com as fundamentações teóricas apresentadas na hipótese acima, pauta-se a seguinte hipótese para ao grupo de interesses dos outros *stakeholders*:

H<sub>3</sub>: O valor adicionado distribuído aos outros *stakeholders* influencia negativamente o preço das ações no mercado brasileiro.

Neste entendimento, infere-se demais hipóteses no sentido de contemplar as discussões quanto aos *stakeholders*. Quanto à teoria dos *stakeholders* é uma teoria das organizações que propõe um modelo relacional, interligando acionistas, indivíduos, grupo, comunidade, empresa, instituições e o Estado (Pesquex & Damak-Ayadi (2005).

Assim, o primeiro grupo de interesse da teoria dos Stakeholders contemplado na DVA é o social, composto pelos funcionários. Desse modo, este estudo pondera e pauta-se pelas fundamentações clássicas da literatura - maior é a relevância dos acionistas frente aos demais grupos de interesses e, assim, elabora-se a seguinte hipótese.

H<sub>4</sub>: O valor adicionado distribuído ao social influencia negativamente o preço das ações no mercado brasileiro.

No que se refere ao grupo de interesse governo, *a priori*, considera-se que busca se beneficiar do sucesso das organizações, o que permite gerar emprego, crescimento da economia e aumento de receitas através de impostos. Cosenza (2003) afirma que o governo também participa na criação de riqueza para a entidade, pois apoia suas atividades produtivas através de investimentos em infraestrutura, incentivos fiscais e subvenções. Todavia, a pesquisa pauta-se pelas fundamentações teóricas sobre os *shareholders* (teoria da firma), com a seguinte hipótese.

H<sub>5</sub>: O valor adicionado distribuído ao governo influencia negativamente o preço das ações no mercado brasileiro.

O grupo de interesses que envolve os Terceiros corresponde aos financiadores com remuneração de capitais de terceiros, através dos juros, aluguéis, direitos autorais e outros. Kroetz e Cosenza (2004) afirmam que para os financiadores e credores, a DVA comunica a saúde econômica da entidade e o seu desenvolvimento na geração da riqueza.

Considerando-se as concepções econômicas e o conflito de interesses entre os grupos (Friedman, 1971; Freeman, 1984; Donaldson e Preston, 1995; Gibson, 2000; Boaventura, 2012), levanta-se a seguinte hipótese:

H<sub>6</sub>: O valor adicionado distribuído à terceiros influencia negativamente o preço das ações no mercado brasileiro.

Após a apresentação das fundamentações teóricas, no que tange a qualidade da informação, *value relevance*, Demonstração do Valor Adicionado, Valor Adicionado Distribuído, Teoria do Stakeholder, juntamente com as hipóteses levantadas, conduz-se aos métodos estatísticos para as evidências e inferências ao presente estudo.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

#### 3.1 Amostra, Coleta e Tratamento dos Dados

Com relação ao problema/objeto de estudo, classifica-se a pesquisa na abordagem qualitativa e quantitativa, com predominância quantitativa. A população da pesquisa consiste nas empresas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), no período de 2009 a 2018, conforme a classificação dos setores da Economática®, que publicaram a Demonstração do Valor Adicionado. Os setores 'financeiro' e 'outros' foram excluídos da amostra para manter uma base de dados homogênea, e pelo fato que a DVA das instituições financeiras possui estrutura específica e distinta das empresas em geral, com possíveis reflexos nos resultados. Assim, a amostra foi composta por 216 empresas, sendo excluídas 47 empresas por ausência de dados, totalizando 169 empresas no período de 10 anos, com 1.690 observações possíveis.

As empresas foram excluídas conforme os seguintes critérios: i) Falta de uniformidade e critérios e classificação do setor 'outros' e as peculiaridades do setor 'financeiro'; ii) Não conter mais que 50% de dados nas variáveis Preço de Ação, Patrimônio Líquido e Lucro Líquido; iii) Presença de *outliers* em variáveis, valores atípicos, muito discrepantes e com indício claro de erro na base.

A coleta de dados foi realizada através do site da B3 e da CVM. No entanto, às informações das Demonstrações Contábeis e demais informações foram coletadas na base de dados da Economática® e boletim da Bovespa.

Para testar as hipóteses da pesquisa, considera-se o poder explicativo das regressões por meio da significância do valor dos parâmetros das variáveis de interesse e os sinais esperados, bem como do coeficiente de explicação R<sup>2</sup> do modelo, Critério Akaike, de Schwarz e do máximo da função de Verossimilhança.

Neste sentido, as regressões foram estimadas através do modelo de dados em painel, com a execução do Teste de F de Chow, Breush Pagan e Teste de Hausman, na busca do modelo mais adequado, a pesquisa.

### 3.2 Variáveis e Modelos Econométricos

A amostra é composta por empresas de diferentes tamanhos, assim, podem ocorrer problemas com o efeito escala. Segundo Martins et al.(2014), empresas com maiores (menores) tamanhos terão, maior (menor) valor de mercado, maior (menor) patrimônio líquido e maiores (menores) lucros. Considera-se que as grandes empresas influenciam nas regressões de variáveis contábeis e valores de mercado (Lima, 2010).

Com o objetivo de mitigar o possível efeito escala, as variáveis utilizadas serão relativizadas pela quantidade de ações, isto é, o montante das variáveis será dividido pela quantidade de ações (Barth & Clinch, 2009; Silva et al., 2012; Gonçalves et al, 2014; Machado et al., 2015; Santos et al., 2018). A quantidade das ações (QA), foi coletada junto a Economática®, sendo observado desdobramentos, considerou-se ações do tipo ordinárias (ON). Ainda, nesse entendimento, aplicou-se o logaritmo neperiano no ativo total (Crippa e Coelho, 2012; Santos et al., 2019).

Desta forma, as variáveis utilizadas no estudo, estão evidenciadas na Tabela abaixo:

**Tabela 01**

Variáveis utilizadas na pesquisa

Descrição/Sigla	Hipótese	Fórmula/Fonte	Sinal	Autores
Variável Dependente				
Preço da Ação (PA) (Dependente)		PA/QA Economática		Barros et al (2013); Arruda et al (2015); Machado et al (2015)
Variáveis Explicativas/Independentes				
Lucro por Ação (LL) (Independente)		LL/QA Economática	+	Feltham e Ohlson (1995); Collins et al.(1997), Stanzani et al. (2016); Machado et al. (2015)
Patrimônio Líquido por Ação (PL) (Independente)		PL/QA Economática	+	Feltham e Ohlson (1995); Collins et al. (1997), Stanzani et al. (2016); Machado et al. (2015)
Valor Adicionado Distribuído por Ação (VAD) (Independente)	H <sub>1</sub> : O Vad influencia negativamente o preço das ações do mercado brasileiro.	VAD/QA B3	-	Riahi-Belkaoui e Picur (1999); Martins et al.(2014); Machado et al.(2015); Santos et al.(2019).
Valor Adicionado Distribuído aos Shareholders por Ação (VadShare) (Independente)	H <sub>2</sub> : O Vad aos shareholders influencia positivamente o preço das ações no mercado brasileiro.	VadShare/QA B3	+	Friedman (1962, 1970), Jensen (2001) e Sundaram e Inkpen (2004)
Valor Adicionado Distribuído aos Stakeholders por Ação (VadStake) (Independente)	H <sub>3</sub> : O Vad aos stakeholders influencia negativamente o preço das ações no	VadStake/QA B3	-	Boaventura (2012)

	mercado brasileiro.			
Valor Adicionado Distribuído ao Social por Ação (StakSoc) (Independente)	H4: O Vad ao social influencia negativamente o preço das ações no mercado brasileiro.	StakSoc/QA B3	-	Boaventura (2012); Kroetz e Cosenza (2004)
Valor Adicionado Distribuído ao Governo por Ação (StakGov) (Independente)	H5: O Vad ao governo influencia negativamente o preço das ações no mercado brasileiro.	StakGov/QA B3	-	Boaventura (2012); Kroetz e Cosenza (2004); Cosenza (2003); Lopes (2015)
Valor Adicionado Distribuído a Terceiros por Ação (StakTer) (Independente)	H6: O Vad a terceiros influencia negativamente o preço das ações no mercado brasileiro.	StakTer/QA B3	-	Boaventura (2012); Kroetz e Cosenza (2004)

Variáveis de Controle

Tamanho da Entidade (AT) (Controle)		LN do ativo total da empresa/ Economática		Crippa e Coelho (2012) Santos et al.(2019)
Endividamento (Endiv) (Controle)		AT - PL Economática		Crippa e Coelho (2012) Santos et al. (2019)
Setor (Set) (Controle)		Dummies setores Economática		Follmann et al.(2011); Grecco et al (2010); Santos et al (2019)
Governança Corporativa (GoC) (Controle)		0 – não possui ; 1 – Possui / B3		Klapper e Love (2002) Scherer (2006) Santos et al (2019)
Emite ADR (ADR) (Controle)		0: não emite; 1: emite/ Economática		Klapper e Love (2002)
Estatal ou Privada (Est) (Controle)		0: estatal; 1: privada/ Economática		Chan et al. (2007); Braga (2008); Machado et al. (2009)
Market-to-book (Mtb) (Controle)		Valor de Mercado/PL Economática		Bharath et al. (2008)

Fonte: Dados da pesquisa (2020).

Quanto às variáveis de preço das ações e quantidade das ações, considerou-se a data de 30 de abril do ano subsequente ao da publicação das demonstrações contábeis. Segundo Grillo et al (2016) utiliza-se a premissa para a utilização dos preços quatro meses após o término do exercício social pois o mercado já assimilou as informações divulgadas. Ainda, considerou-se uma tolerância de 10 dias, ou seja, do dia 20/04 a 30/04 dos anos pesquisados. O mesmo procedimento foi praticado nos estudos de Silva et al. (2012); Grillo et al (2016) e Santos et al.(2018). As demais variáveis foram coletadas em 31 de dezembro de cada ano do período da pesquisa.

Para testar as hipóteses, inicialmente utiliza-se o modelo de *value relevance* de Feltham e Ohlson (1995) e Collins et al. (1997) que busca captar a

relação do preço da ação com o valor contábil (PL) e o lucro (LL), conforme equação 2 abaixo:

$$P_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PL_{it} + \beta_2 LL_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Os estudos que buscam verificar o conteúdo informacional de uma informação contábil medem o relacionamento entre a informação contábil divulgada do Lucro Líquido e Patrimônio Líquido e o Preço da Ação.

Para responder a hipótese 1, utiliza-se, a variável valor adicionado distribuído (VAD), equação 3, conforme estudos (Riahi-Belkaoui e Picur, 1999; Scherer, 2006; Martins et al., 2014; Machado et al., 2015; Santos et al., 2019).

$$P_{it} = \alpha_0 - \beta_1 VAD_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Para analisar a relevância compara-se o resultado das equações e espera-se que a equação 2 seja melhor que a equação 3, conforme a teoria da firma. Infere-se que o VAD possui menor poder explicativo dos preços das ações das empresas.

Conforme as evidências de Santos et al. (2019) a DVA é uma informação complementar às demais informações contábeis. Assim, para verificar se o VAD agrega conteúdo informacional ao ser incluído junto ao modelo original, infere-se a Equação 4:

$$P_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PL_{it} + \beta_2 LL_{it} + \beta_3 VAD_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

O resultado da equação 4 será analisado com o da equação 2, para verificar se houve ganho ou perda de conteúdo ao incluir o VAD. Se o resultado da equação 4 for melhor pode-se inferir que houve ganho informacional e, portanto, o VAD possui *value relevance*.

Quanto aos *Shareholders*, institui-se a *proxy* VadShare para o valor distribuído aos investidores e acionistas. Assim, a hipótese H<sub>2</sub>, será testada pela seguinte equação:

$$P_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PL_{it} + \beta_2 LL_{it} + \beta_3 VadShare_{it} + \beta_4 AT_{it} + \beta_5 End_{it} + \beta_6 Set_{it} + \beta_7 GoC_{it} + \beta_8 ADR_{it} + \beta_9 Est_{it} + \beta_{10} Mtb_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

A literatura preconiza que os *shareholders* (acionistas) devem ser os maiores detentores da distribuição de riqueza (Friedman, 1962, 1970; Jensen, 2001; Sundaram & Inkpén, 2004). Desta forma, espera-se que o VadShare será detentor de maior relevância do conteúdo informacional na distribuição de valor da DVA. Assim, o resultado da equação 4 deve ser melhor que o da equação 6.

Para testar a H<sub>3</sub>, utiliza-se a equação 6 que refere-se a distribuição de riqueza aos outros *stakeholders*, conforme a *proxy* VadStake.

$$P_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PL_{it} + \beta_2 LL_{it} + \beta_3 VadStake_{it} + \beta_4 AT_{it} + \beta_5 End_{it} + \beta_6 Set_{it} + \beta_7 GoC_{it} + \beta_8 ADR_{it} + \beta_9 Est_{it} + \beta_{10} Mtb_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Considerando a estrutura da DVA fundamentada pela teoria dos stakeholders em grupos de interesse, têm-se: (i) empregados (StakSoc); (ii) governo (StakGov); (iii) terceiros (StakTer). Assim, para testar a H<sub>4</sub>, H<sub>5</sub> e H<sub>6</sub> foram elaboradas respectivamente as equações:

$$P_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PL_{it} + \beta_2 LL_{it} + \beta_3 StakSoc_{it} + \beta_4 AT_{it} + \beta_5 End_{it} + \beta_6 Set_{it} + \beta_7 GoC_{it} + \beta_8 ADR_{it} + \beta_9 Est_{it} + \beta_{10} Mtb_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6.1)$$

$$P_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PL_{it} + \beta_2 LL_{it} + \beta_3 StakGov_{it} + \beta_4 AT_{it} + \beta_5 End_{it} + \beta_6 Set_{it} + \beta_7 GoC_{it} + \beta_8 ADR_{it} + \beta_9 Est_{it} + \beta_{10} Mtb_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6.2)$$

$$P_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PL_{it} + \beta_2 LL_{it} + \beta_3 StakTer_{it} + \beta_4 AT_{it} + \beta_5 End_{it} + \beta_6 Set_{it} + \beta_7 GoC_{it} + \beta_8 ADR_{it} + \beta_9 Est_{it} + \beta_{10} Mtb_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6.3)$$

O desdobramento da proxy VadStake em demais variáveis, permite analisar o comportamento da distribuição da riqueza aos grupos de interesses. Considerando as hipóteses levantadas, espera-se que o VadStake e os seus grupos de interesse tenham menor relevância no conteúdo informacional. Espera-se que os fundamentos teóricos e as hipóteses sejam confirmados: (i) variáveis advindas dos outros Stakeholders apresentem relação negativa com o preço das ações e/ou, (ii) os parâmetros apresentem não significância estatística.

#### 4 ANÁLISE DOS DADOS E RESULTADOS

Os dados sugerem a disposição em série temporal e *cross-sectional*. Portanto, realizou-se os testes de diagnóstico em painel para identificar o modelo mais adequado entre o *Pooled*, de efeitos fixos e efeitos aleatórios. Os testes foram realizados com o auxílio do software *Gretl*. Após aplicados os testes, fica evidente que o modelo Efeito Fixo é o mais adequado para as regressões.

Para mitigar o problema da não normalidade dos resíduos e de heterocedasticidade as regressões foram estimadas com erros padrão robusto e quanto a auto correlação dos resíduos foi incluído um componente autoregressivo Ar(1), conforme Fávero & Belfiore (2017).

A Tabela 02 evidencia os resultados das Equações 2, 3 e 4.

**Tabela 02**

Resultado das Regressões das Equações 2, 3 e 4

Variáveis	Equação 2	Equação 3	Equação 4
Constante	28,101*** (0,017)	27,983*** (0,013)	27,856*** (0,157)
LI	6,139e-05 (4,474e-05)	-	-0,003*** (0,001)
PI	-0,000*** (2,997)	-	0,001 (0,001)
Vad	-	-0,000*** (4,649)	-0,001** (0,000)
AR(1)	0,700*** (0,012)	0,699*** (0,012)	0,700*** (0,012)
F	42,917***	43,143***	42,553***
R <sup>2</sup>	0,86	0,86	0,86
DW	1,86	1,86	1,86

<i>Critério de Akaike (AIC)</i>	13726,05	13661,60	13645,70
<i>Critério de Schwarz (BIC)</i>	14614,81	14539,08	14533,31
<i>Verossimilhança (VFM)</i>	- 6692,027	-6661,801	-6651,851
<i>Jarque Bera</i>	1,291e+006***	1,256e+006***	1,262e+006***
<i>Teste Wald</i>	1,347e+010***	3,106e+034***	7,266e+032***

Fonte: dados da pesquisa. \* significativo a 10%, \*\* significativo a 5% e \*\*\* significativo a 1%. Erros-padrão entre parênteses.

Observa-se na Equação 2, que o PI é significativo estatisticamente, mas com relação negativa e o LI não é estatisticamente significativo. Esse resultado contraria os estudos seminais de Feltham e Ohlson (1995), Collins et al. (1997), os de Machado et al. (2015) e Stanzani et al. (2016) que afirmam que as variáveis contábeis PI e LI tem relação positiva e influenciam o preço das ações. Este resultado pode ser explicado pelo comportamento do período analisado, o que destaca a influência do ambiente econômico nos números contábeis e a relação com a reação do mercado em precificar os ativos das empresas.

Na equação 3, o Vad apresenta relação negativa e estatisticamente significativa ao nível de 1%, resultado esperado e, assim, a  $H_1$  não é rejeitada. Desta forma, as evidências indicam que a equação 3, representada pela variável contábil (Vad), possui significância estatística e, portanto, influencia o preço das ações quando seu valor diminui. Assim, o resultado confirma a teoria econômica, dos *shareholders*, ao obter uma diminuição no Vad a empresa tem seu valor de mercado aumentado. Ao se comparar as equações 2 e 3 pelos testes (AIC), (BIC) e (MFV) observa-se que a equação 3 é mais adequada, pois nos dois primeiros os valores são menores e no último maior (Paula, 2004).

A equação 4, observa se o Vad agrega relevância ao ser inserido junto ao LI e PI. Os resultados indicam que o Vad é significativo estatisticamente ao nível de 5%. Assim, há evidências que explica o preço das ações mas, no entanto, com relação negativa, confirmando o resultado da Equação 3. Em relação aos resultados dos testes de comparação (Equação 4 com a Equação 2), pode-se inferir que a 4 é mais adequada (AIC -, BIC - e MFV +) para explicar o preço das ações.

Destaca-se a importância do conteúdo informacional da DVA, especificamente o Vad que agrega informação aos investidores, *shareholders*, mas, no entanto, o sinal é invertido e esperado, contrário aos estudos de Machado et al.(2015) e Santos et al.(2019). Com isso, apreende-se que o Vad agrega conteúdo relevante no aumento do preço das ações quando diminui. Assim, no período analisado as empresas da amostra aumentam o preço de suas ações mesmo com a diminuição da riqueza criada, fato que pode ser explicado com maior detalhamento nas análises abaixo, ao classificar o Vad à luz da Teoria dos *Stakeholders*.

A Tabela 03, apresenta os resultados com as demais regressões.

### **Tabela 03**

Resultado das Regressões das Equações 5, 6, 6.1, 6.2 e 6.3

<b>Variáveis</b>	<b>Equação 5</b>	<b>Equação 6</b>	<b>Equação 6.1</b>	<b>Equação 6.2</b>	<b>Equação 6.3</b>
------------------	------------------	------------------	--------------------	--------------------	--------------------

Constante	34,523*** (5,970)	32,153*** (5,483)	31,936*** (5,491)	33,736*** (6,026)	33,723*** (5,970)
LI	0,300** (0,142)	-0,004*** (0,001)	-0,007*** (0,001)	-0,003*** (0,001)	-0,002* (0,001)
PI	-0,000*** (5,581)	0,002* (0,001)	0,003*** (0,001)	0,002** (0,001)	0,000 (0,001)
VadShare	-0,299** (0,142)	-	-	-	-
VadStake	-	-0,001*** (0,000)	-	-	-
StakSoc	-	-	-0,004*** (0,001)	-	-
StakGov	-	-	-	-0,002*** (0,000)	-
StakTer	-	-	-	-	-0,002* (0,001)
At	-0,432 (0,413)	-0,389 (0,382)	-0,381 (0,383)	-0,432 (0,411)	-0,401 (0,407)
Endiv	-1,115 (0,716)	0,521 (0,602)	0,512 (0,597)	-1,10 (0,709)	-1,104 (0,714)
Mtb	0,366 (0,241)	0,365 (0,227)	0,365 (0,227)	0,369 (0,241)	0,367 (0,242)
AR (1)	0,671*** (0,039)	0,681*** (0,040)	0,681*** (0,040)	0,671*** (0,039)	0,672*** (0,039)
F	29,601***	30,115***	30,166***	29,806***	29,768***
R <sup>2</sup>	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82
DW	1,85	1,88	1,88	1,85	1,85
AIC	12644,10	12686,74	12715,15	12848,27	12743,85
BIC	13502,28	13545,74	13574,56	13719,71	13608,65
VFM	-6154,050	-6175,368	-6189,573	-6254,135	-6202,923
Jarque Bera	800669***	825686***	857144***	861656***	847120***
Teste Wald	9,798e+035***	3,089e+033***	1,526e+034***	4,767e+034***	2,964e+033***

Fonte: dados da pesquisa. \* significativo a 10%, \*\* significativo a 5% e \*\*\* significativo a 1%. Erros-padrão entre parênteses. As variáveis Set, GoC, Est, Adr foram omitidas pelo software gretl.

Verifica-se na Equação 5 que a variável VadShare apresenta significância estatística ao nível de 5% e com relação negativa, conforme estudo de Arruda et al (2015). Destaca-se a significância do LI com relação positiva e a significância e relação negativa do PI, resultado diferente da Equação 2. Esses achados podem retratar a multicolinearidade entre o LI e o Vadshare e, nesse sentido, percebe-se inversão de sinal entre as variáveis.

Assim, com o resultado da Equação 5 rejeita-se a H<sub>2</sub>, pois o Vadshare não exerce influência positiva para explicar o preço das ações. Esse resultado contraria a teoria da firma e, ao compará-lo com a Equação 1 é similar e, portanto, pode-se inferir que mitiga o problema da multicolinearidade entre o LI e VadShare. Ademais, o resultado das equações 2 e 5 também divergem das fundamentações do modelo teórico de Ohlson.

Com o resultado da Equação 6 não rejeita-se a H<sub>3</sub>; o parâmetro da variável VadStake tem significância estatística ao nível de 1% e com relação negativa. Esse resultado confirma as fundamentações de Campbell (1997); Freeman et al.(2007); Freeman et al. (2010); e Boaventura (2012) quanto à

distribuição de riqueza aos *Stakeholders* – é preciso atender as demandas dos outros *Stakeholders* para atraí-los aos objetivos da organização em gerar riqueza aos investidores, e complementa que não é possível garantir a sobrevivência da empresa sem entregar valor a importantes *stakeholders*.

Ao se comparar as Equações 5 e 6 com os resultados dos testes (AIC -, BIC - e VFM +), conclui-se que a Equação 5 é a mais adequada. Esse achado confirma os fundamentos de Friedman (1962, 1970), Jensen (2001) e Sundaram e Inkpen (2004) que defendem a supremacia dos *Shareholders*. Assim, infere-se que ao diminuir a distribuição da riqueza destinada aos outros *Stakeholders*, o preço da ação das empresas aumenta, resultado este, também encontrado no estudo de Arruda et al (2015).

Ao analisar os resultados das Equações que contemplam o desdobramento dos *Stakeholders*, observa-se que as variáveis *StakSoc* e *StakGov* apresentam os mesmos níveis de significância (1%) e relação negativa, enquanto que '*StakTer*' tem nível de significância à 10% e relação negativa. Desse modo, não rejeita-se as  $H_4$ ,  $H_5$  e a  $H_6$ .

Ao comparar cada uma das três equações com a Equação 5 (*VadShare*), verifica-se resultados melhores na equação 5 (AIC -, BIC - e VFM +), portanto, equação mais adequada. Esses achados confirmam a Teoria Econômica e os achados de Friedman (1962-1970); Jensen (2001) e Sundaram e Inkpen (2004), ao apresentarem a supremacia dos acionistas frente aos outros *Stakeholders* - as demais partes relacionadas com a empresa, empregados, fornecedores e clientes (não acionistas) possuem a proteção e os benefícios de contratos e da legislação, fato que não ocorre com os acionistas que buscam outras formas de proteção.

Com os resultados dos modelos econométricos pode-se inferir que o comportamento do preço das ações é explicado pela Teoria da firma. Assim, a teoria econômica de maximização de riqueza aos acionistas prevalece.

Em relação à análise de todas as variáveis de controle, destaca-se que as variáveis Setores (*Set*), Governança Corporativa (*GoC*), Estatal (*Est*), ADR (*Adr*) foram omitidas pelo software *gretl*. Ainda, o Ativo Total (*At*), não apresentou significância estatística, contrariando Crippa e Coelho (2012) e Santos et al. (2019); o Endividamento (*End*) também não apresentou significância para explicar o preço das ações, confirmando os achados de Santos, Botinha e Lemes (2019). E por fim, a variável Market-to-book (*Mtb*) não apresentou significância estatística e com sinal positivo, inverso do esperado, oposto aos resultados de Bharath et al. (2008).

## 5. CONCLUSÕES

O estudo objetivou analisar o comportamento da relevância do conteúdo informacional da distribuição do valor da DVA, conforme os grupos de interesses classificados à luz da Teoria dos *Stakeholders*, no período de 2009 a 2018. O Valor Adicionado Distribuído é composto por pessoal, governo e terceiros, classificado na pesquisa com fundamentos na Teoria do *Stakeholders*, e, inclusive os acionistas.

A pesquisa através da DVA aborda as teorias, onde Boaventura (2012) destaca a controvérsia entre as funções objetivo da teoria da firma e dos *stakeholders*, e apresenta críticas à teoria dos *stakeholders*, trazendo a visão de Marcoux (2000), de que a teoria dos *stakeholders* trata primordialmente do atendimento do interesse dos *stakeholders* e, neste sentido, coloca em xeque o conflito entre os interesses dos *shareholders* e os outros *stakeholders*.

A gestão dos *stakeholders* está cada vez mais presente nas estratégias das organizações pois está associada às partes interessadas com a criação de valor e sustenta que o valor ideal para a empresa será criado sob condições em que o maior valor também é para os outros *stakeholders*, além dos acionistas (Freeman et al., 2007; Freeman et al., 2010). No entanto, em 1971 Friedman (1971) defendia que a única responsabilidade dos gestores das empresas era gerar lucros para os *Shareholders* e, através do lucro, aumentar-se-ia o bem-estar de uma sociedade. Assim, a maximização do lucro dos *Shareholders* é vista como uma meta desejável, conforme Sternberg (1999) e Jensen (2001). A pesquisa trouxe evidências desse conflito de interesses através da análise da influência da distribuição do valor adicionado no preço das ações.

Todos os pressupostos da pesquisa pautaram-se pelos fundamentos da teoria econômica. Assim, o resultado confirma a teoria econômica, da firma, ao obter uma diminuição no Vad a empresa tem seu valor de mercado aumentado. Todavia, destaca-se a importância do conteúdo informacional do Valor Adicionado Distribuído pois agrega informação para o grupo investidores, *shareholders*, conforme estudos de Holthausen e Watts (2001) - se um valor contábil específico adiciona informação para um grupo de investidores, se estabelece a classificação - 'conteúdo informacional marginal' -, mas, no entanto, o Vad agrega conteúdo relevante no aumento do preço das ações quando diminui, resultado contrário ao dos estudos de Machado et al. (2015) e Santos et al. (2019).

À luz da teoria dos *Stakeholders*, os resultados apontaram que o VadShare, valor distribuído aos acionistas, não influencia no preço da ação, corroborando com Arruda et al (2015), ao contrário o VadStake influencia negativamente o preço das ações, confirmando as fundamentações de Campbell (1997); Freeman et al. (2007); Freeman et al. (2010); e Boaventura (2012). Na busca do modelo mais adequado, os achados indicam o modelo da Teoria da firma, conforme Friedman (1962, 1970), Jensen (2001) e Sundaram e Inkpen (2004). Assim, infere-se que ao diminuir a distribuição da riqueza destinada aos outros *Stakeholders*, o preço da ação das empresas aumenta.

Ao analisar o desdobramento da variável VadStake (outros *stakeholders*), os resultados confirmam os achados anteriores da predominância dos *Shareholders*. Assim, a DVA não é parâmetro capaz de precificar as ações, no entanto, estaria atrelado as variáveis contábeis tradicionais do Patrimônio Líquido e Lucro Líquido.

Durante a pesquisa foi observado um fator determinante nos resultados, o período, que trouxe particularidades ao estudo. O período de pesquisa analisado foi marcado por recessão e crise econômica e política do país (Barbosa Filho, 2017 e Rossi e Mello, 2017), impactando diretamente na distribuição de riqueza das empresas e no preço das ações.

De ordem social e responsabilidade corporativa, o estudo expôs a dualidade e a discussão da Teoria dos *Stakeholders*. O estudo evidenciou que o Valor Adicionado Distribuído da DVA agrega conteúdo informacional e que a distribuição aos *Shareholders* possui maior relevância e, dentre os demais *Stakeholders*, o Valor Adicionado Distribuído aos funcionários é o que detém maior relevância e, assim, permite agregar maiores discussões e análise.

Com isso, pode-se inferir que os resultados balisam evidências tanto para as empresas quanto para o Mercado no que se refere a utilidade da DVA em suas análises e estratégias. No entanto, a soberania dos *Shareholders* no processo. Quanto aos demais *Stakeholders*, fica a sinalização de algumas pesquisas (Gallizo 1990; Berman et al., 1999; Waddock & Graves, 1997; Boaventura, 2012), seja, a relevância dos funcionários no ambiente empresarial e o quanto isso pode impactar os resultados.

Por fim, pode-se concluir que o objetivo da pesquisa foi atingido - a análise do comportamento da relevância do conteúdo informacional da distribuição do valor da DVA foi realizada com evidências empíricas para os grupos de interesse classificados à luz da Teoria dos *Stakeholders*. Assim, espera-se que o estudo tenha contribuído para o avanço da literatura e para as discussões acerca das temáticas envolvidas, afim de despertar o interesse da academia e maior uso da DVA pelas empresas, mercado e investidores.

A pesquisa contou com algumas limitações referente a ausência de estudos mais atualizados internacionalmente que utiliza como base o valor adicionado distribuído, possivelmente justificado pela não obrigatoriedade da DVA nos países internacionais, além de estudos que abordem a Teoria dos *Shareholders* e da firma.

## REFERÊNCIAS

- Adams, R. B., Licht, A. N., & Sagiv, L. (2011). Shareholders and stakeholders: How do directors decide? *Strategic Management Journal*, 32(12), 1331-1355. DOI: <https://doi.org/10.1002/smj.940>.
- Alencar, R. C. de., & Dalmacio, F. Z. (2006). A Relevância da Informação Contábil no Processo de Avaliação de Empresas Brasileiras – Uma Análise dos Investimentos em Ativos Intangíveis e Seus Efeitos sobre Value-Relevance do Lucro e Patrimônio Líquido. In: Encontro da Anpad, 30. Anais do XXX EnANPAD. Salvador.
- Amir, E.; Harris, T.S.; & Venuti, E.K. (1993). A Comparison of the *Value Relevance* of U.S. versus non-U.S. GAAP Accounting measures using Forms 20-F reconciliations. *Journal of Accounting Research*, (31). DOI: <https://doi.org/10.2307/2491172>.
- Arruda, M. P., Garcia, I. A. S., & Lucena, W. G. L. (2015). A influência do valor adicionado na precificação das ações das companhias abertas brasileiras listadas na BM&FBovespa. Anais do Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo, Brasil, 15.

- Baboukardos, D. & R., Gunnar, (2014). "Goodwill under IFRS: Relevance and disclosures in an unfavorable environment," *Accounting forum*, Elsevier, vol. 38(1), 1-17.
- Ball, R.; & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6, p. 159-177. DOI: <https://doi.org/10.2307/2490232>.
- Bao, B., & Bao, D. (1998). Usefulness of value added and abnormal economic earnings: na empirical examination. *Journal of business finance and accounting*, 25(1-2), 251-264. DOI: <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00186>.
- Bharath, S. T.; Sunder, J. & Sunder, S. V. (2008). Accounting quality and debt contracting. *Accounting Review*, 83(1), 1-28.
- Barbosa Filho, F. H. (2017). A crise econômica de 2014/2017. *Estud. av. São Paulo*, 31(89). DOI: <https://doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890006>.
- Barros, C. M. E., Catapan, A., Scherer, L. M., & Isidoro, C. (2013). Relevância do valor adicionado: um estudo empírico em sociedades anônimas abertas brasileiras. *Registro Contábil*, 4(3), 147-162.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 77-104. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00019-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00019-2).
- Barth, M. E.; & Clinch, G. Scale effects in capital markets-based accounting research. *SSRN Working Paper*, 2009. Recuperado de [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=201228](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=201228).
- Beaver, W. (2002). Perspectives on recent capital market research. *The Accounting Review*. 77(2), 453-474.
- Berman, S., Wicks, A., Kotha, S. e Jones, T. (1999). Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance. *Academy of Management Journal*, 42 (5), 488-506.
- Beaver, W. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92. DOI: <https://doi.org/10.2307/2490070>.
- Boaventura, J. M. G. (2012). Dominância de stakeholders em empresas brasileiras: contribuições à teoria dos stakeholders. (Tese Livre-Docência), São Paulo, 115.
- Brown, S.; Lo, K.; Lys, T. (1999). Use of R2 in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades. *Journal of Accounting and Economics*, 28, 83-115. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(99\)00023-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(99)00023-3).
- Campbell, Andrew. (1997). Stakeholders: the case in favour. *Long Range Planning*. London, 30(3), 446-450. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0024-6301\(97\)00003-4](https://doi.org/10.1016/S0024-6301(97)00003-4).
- Campos, T. L. C. (2006). Políticas para Stakeholders: um Objetivo ou uma Estratégia Organizacional? *RAC*, 10(4), 111-130. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1415-6552006000400006>.

- Chan, B. L.; Da Silva, F. L.; & Martins, G. de A. (2007) Destinação da Riqueza aos Acionistas: Comparação entre Empresas Estatais e Privadas. *Revista de Administração Contemporânea*. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1415-65552007000400010>.
- Coelho, A. C., Aguiar, A. B. D., & Lopes, A. B. (2011). Relationship between abnormal earnings persistence, industry structure, and market share in Brazilian public firms. *BAR-Brazilian Administration Review*, 8(1), 48-67.
- Coelho, A. C., & Braga, A. (2008). Relacionamento entre persistência do lucro residual e participação de mercado em firmas de capital aberto. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 2(3), 3-18. DOI: <https://doi.org/10.11606/rco.v2i3.34710>.
- Collins, D. W, Maydew, E. L.; & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, 24, 39–67. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00015-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00015-3).
- Costa, C. L. D. O., Guimarães, T. R., & Mello, L. C. B. D. B. (2013). Os possíveis benefícios gerados pela obrigatoriedade da publicação da demonstração do valor adicionado pelas empresas de capital aberto. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 18(3), 77-93.
- CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis. *Pronunciamento Técnico CPC 00: Pronunciamento Conceitual Básico (R1)*. Brasília: 2 de dezembro de 2011. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamentold80>.
- Cosenza, J. P. (2003). A Eficácia Informativa da Demonstração do Valor Adicionado. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, São Paulo, Edição Comemorativa, 7-29. DOI: 10.1590/S1519-70772003000400001.
- Crippa, M., & Coelho, A. C. D. (2012). Relevância e conteúdo informacional da demonstração do valor adicionado: evidências para o Brasil. *Anais da ANPCONT*, Florianópolis, SC, Brasil, 6.
- De Luca, M. M. M.; Cunha, J. V. A.; Ribeiro, M. S.; Oliveira, M. C. (2009). *Demonstração do Valor Adicionado: do cálculo da riqueza criada pela empresa ao valor do PIB*. 2. ed. São Paulo: Editora Atlas.
- Donaldson, T., & Preston, L. (1995). The stakeholders theory of the corporation: concepts, evidence and implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65-91. DOI: <https://doi.org/10.2307/258887>.
- Fávero, L. P. L; Belfiore, P.; Silva, F. L. da; Chan, B. L. (2017). *Manual de Análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel, SPSS e Stata*. 1ª Ed. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Feltham, G. A., Ohlson, J. A. (1995). Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research*, 11 (2), 689-731.
- Filip, A., & Raffournier, B. (2013). The value relevance of earnings in Europe after IFRS implementation: why do national differences persist?. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 9(4), 388-415.

- Follmann, D. A.; Paiva, K. S. E.; Soares, S. V. (2011). *Distribuição do Valor Adicionado nas Empresas do Novo Mercado: Análise Setorial da Destinação da Riqueza em 2008 e 2009*. Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade, 1(2), 101-117. DOI: <https://doi.org/10.18696/reunir.v1i2.33>.
- Francis, J.; Lafond, R., Olsson, P. & Schipper, K. (2008). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 295-327. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.06.003>.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management- A Stakeholder Approach*. London: Pitman Publishing. DOI: <https://doi.org/10.1017/CBO9781139192675.003>.
- \_\_\_\_\_; (1998). A stakeholders theory of the modern corporation. In L. P. Hartman *Perspectives in business ethics*. New York: McGraw-Hill International Editions.
- \_\_\_\_\_; The Stakeholder Approach Revisited. *Zeitschrift für Wirtschafts-und Unternehmensethik, Mering*, v.5, n.3, 228-241, 2004. Disponível em <[https://www.ssoar.info/ssoar/bitstream/handle/document/34707/ssoar-zfwu-2004-3-freeman-The\\_stakeholder\\_approach\\_revisited.pdf?sequence=1](https://www.ssoar.info/ssoar/bitstream/handle/document/34707/ssoar-zfwu-2004-3-freeman-The_stakeholder_approach_revisited.pdf?sequence=1)>.
- \_\_\_\_\_; Harrison, J., & Wicks, A. (2007), *Managing for stakeholders:Reputation, survival and success*. New Haven, CT: *Yale University Press*.
- \_\_\_\_\_; Harrison, J. S.; Wicks, A. C.; Parmar, B. L.; & Colle, S. (2010). *Stakeholder theory: the state of the art*. New York: Cambridge University Press.
- Friedman, M. *Capitalism and freedom*. Chicago: *Unversity of Chicago Press*, 1962.
- Friedman, M. 1971. The Social Responsibility of Business is to Increase its profits. *The New York Times Magazine*. September 13
- \_\_\_\_\_; (1970). The Social Responsibility of Business is to Increase its Profts. *The New York Times Magazine*, New York. Disponível em <https://philosophia.uncg.edu/media/phi361-metivier/readings/Friedman-Increase%20Profits.pdf>.
- Gallizo, J.L. El valor añadido en la información contable de la empresa: analisis y aplicaciones. Madrid: ICAC, p. 371-389, 1990.
- Germon, H., Meek, G.K: *Accounting: An International Perspective*, McGraw Hill, Singapore., 2001.
- Gibson, K. (2000). The Moral basis of stakeholder theory. *Journal of Business Ethics*. Dordrecht, v. 26, 245-257.
- Gonçalves, J. C.; Batista, B. L. L.; Macedo, M. A. da S. & Marques, J. A. V. da C. (2014). Análise do impacto do processo de convergência às normas internacionais de contabilidade no Brasil: um estudo com base na relevância da informação contábil. *Revista Universo Contábil*, 10(3), 25-43. DOI: [10.4270/RUC.2014318](https://doi.org/10.4270/RUC.2014318).
- Grecco, M. C. P.; Cruz, D. A. J.; Peres, M. G.; Fonseca, R. F.; Pereira, T. R. A. DVA – *Demonstração do Valor Adicionado – Uma análise do setor que mais contribui para a distribuição de riqueza*. XVII Congresso Brasileiro de Custos – Belo Horizonte - MG, Brasil, 3 a 5 de novembro de 2010.

- Grillo, F. F.; Lachini, T. C.; Baioco, V. G.; Reina, D., & Sarlo Neto, A. (2016). Value Relevance: Análise dos Efeitos da Avaliação a Valor Justo. *ConTexto, Porto Alegre*, 16(32), 94-109.
- Hassan, M. S.; Mohd-Saleh, N. (2010). The Value Relevance of Financial Instruments Disclosure in Malaysian Firms Listed in the Main Board of Bursa Malaysia. *Int. Journal of Economics and Management*, 4(2), 243-270.
- Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). The relevance of value relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 3-75.
- Jensen, M. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*. v. 14, n. 3, 2001.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-60. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
- Jones, T. M. (1995). Instrumental stakeholders theory: a synthesis of the ethics and economics. *Academy of Management Review*, 20(2), 404-437. DOI: [10.2307/258852](https://doi.org/10.2307/258852).
- Klapper, L. F., & Love, I. (2002). Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets. *Investor Protection and Performance in Emerging Markets*.
- Kroetz, C. E. S.; Cosenza, J. P.. (2003). Considerações sobre a Eficácia do Valor Adicionado para a Mensuração do Resultado Econômico e Social. IX Convenção de Contabilidade do Rio Grande do Sul, Gramado. Anais.
- Lähtinen, K.; & Toppinen, A. (2008). Financial performance in Finnish large-and medium-sized sawmills: The effects of value-added creation and cost-efficiency seeking. *Journal of forest economics*, 14, 289-305. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfe.2008.02.001>.
- Lam, K. C., Sami, H., & Zhou, H. (2013). Changes in the value relevance of accounting information over time: Evidence from the emerging market of China. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 9(2), 123-135.
- Lee, H. L., & Lee, H. (2013). Do Big 4 audit firms improve the value relevance of earnings and equity?. *Managerial Auditing Journal*.
- Lima, J. B. N. (2010). *A relevância da informação contábil e o processo de convergência para as normas IFRS no Brasil*. (Tese de Doutorado, FEA, Universidade de São Paulo). São Paulo, SP, Brasil.
- Lopes, A. B. (2002). The Value Relevance of Earnings and Book Values in Brazil: Old versus New Economy. 26º Encontro da Anpad, Salvador. Anais. USP.
- Lopes, A. B., Sant'anna, D. P., & Costa, F. M. (2007). A Relevância das Informações Contábeis na BOVESPA a partir do Arcabouço Teórico de Ohlson: avaliação dos modelos de Residual Income Valuation e Abnormal Earnings Growth. *RAUSP*, 42(4), 497-510. DOI: 10.1590/S0080-21072007000400009.
- Lopes, M. M. C. (2015). *A Influência dos Stakeholders na Responsabilidade Social Empresarial Estratégica*. (Tese Doutorado) Lisboa, Portugal.

- Lo, K. & Lys, T. (2000). Bridging the gap between value relevance and information. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 15(3), 337-367. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.253369>.
- Macedo, M. A. D. S., Machado, M. A. V., Murcia, F. D. R., & Machado, M. R. (2011). Análise do impacto da substituição da DOAR pela DFC: um estudo sob a perspectiva do value-relevance. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22, 299-318.
- Machado, M. A. V., Macedo, M. A. da S., & Machado, M. R. (2015). Análise da relevância do conteúdo informacional da dva no mercado brasileiro de capitais. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(67), 57-69. DOI: <https://doi.org/10.1590/rcf.v26i67.98098>.
- Madeira, F. L., & da Costa Junior, J. V. (2015). Value relevance dos outros resultados abrangentes nas companhias abertas brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 204-217.
- Marcoux, A. M. Balancing Act. In: Desjardins, J. R.; McCall, J. J. (2000). *Contemporary Issues in Business Ethics*. 4. ed. Belmont, Calif, 92-100.
- Martins, V. G., Machado, M. A. V. & Callado, A. L. C. (2014). Análise da aditividade de value relevance da DFC e da DVA ao conjunto de demonstrações contábeis: evidências de empresas do mercado de capitais brasileiro. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 17(1), 74-94.
- Metcalfe, C. E. (1998). The stakeholders corporation. *Business Ethics: A European Review*, 7(1), 30-36. DOI: <https://doi.org/10.1111/1467-8608.00083>.
- Moore G. (1999). Tinged shareholders theory: or what's so special about stakeholders? *Business ethics: A European Review*, 8(2), 117-127. DOI: <https://doi.org/10.1111/1467-8608.00136>.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>.
- Paula, G. A. Modelo de Regressão com apoio computacional, IME-USP, 2004.
- Pesqueux, Y. & Damak-Ayadi, S. (2005). Stakeholder Theory in Perspective. *Corporate Governance*. Bradford, 5 (2).
- Pinto, L. J. S.; & Freire, F. S. (2013). Análise do valor adicionado e de sua distribuição: um estudo nos bancos listados na Bovespa com uso da Anova. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 32(1), 65-75. DOI: <https://doi.org/10.4025/enfoque.v32i1.20496>.
- Ramos, D. A.; & Lustosa, P. R. B. (2013). Verificação empírica da value relevance na adoção das normas internacionais de contabilidade para o mercado de capitais brasileiro. *Contexto*, Porto Alegre, 13(25), 70-83.
- Rezende, A. J., Batistella, F. D., Dalmácio, F. Z., & Brito, G.A.S. (2008). A Relevância da Informação Contábil no Mercado de Ações Brasileiro: Uma Análise Informação Societária e Informação Corrigida. In: XXXII Encontro da ANPAD.
- Riahi-Belkaoui, A. (1993). The information content of value added, earnings, and cash flow: US Evidence. *International journal of accounting*, 28(2), 140-146.

- \_\_\_\_\_; (2000). *A. Accounting theory* (4th ed.). London: Thomson Learning.
- \_\_\_\_\_; & Picur, R. D. (1999). Explaining market returns: earnings versus value added data. *Managerial finance*, 20(9), 44-55. DOI: [10.1108/eb018491](https://doi.org/10.1108/eb018491).
- Rossi, P. & Mello, G. (2017). *Choque recessivo e a maior crise da história: A economia brasileira em marcha à ré*. IE/UNICAMP - Nota do Cecon, n.1.
- Santos, A. dos. (2003). *Demonstração do Valor Adicionado: Como elaborar e analisar a DVA*. São Paulo: Atlas.
- Santos, A. dos. *Demonstração do Valor Adicionado: como elaborar e analisar a DVA*. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- Santos, A. A.; Botinha, R. A.; & Lemes, S. (2019). Análise da Value Relevance da Demonstração do Valor Adicionado nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBovespa. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, Florianópolis, SC, 18, 1-16. DOI: <https://doi.org/10.16930/2237-766220192697>.
- Santos, T. A. dos.; Costa, P. de S. & Gonçalves, W. D. B. (2018). Value Relevance da Evidenciação de Informações por Segmento. *Revista Ambiente Contábil*, UFRN, 10(1). DOI: <https://doi.org/10.21680/2176-9036.2018v10n1ID11572>.
- Scherer, L. M. (2006). *Valor adicionado: análise empírica de sua relevância para as companhias abertas que publicam a demonstração do valor adicionado*. (Tese de Doutorado - Universidade de São Paulo), São Paulo, SP, Brasil.
- Silva, A. F.; Macedo; M. A.S; & Marques, J.A.V.C. (2012). Análise da Relevância da informação Contábil no Setor Brasileiro de Energia Elétrica no período de 2005 a 2007: uma discussão com foco nas variáveis LL, FCO e EBITDA. *Blumenau*, 8(2), 06-24, DOI: [10.4270/ruc.2012210](https://doi.org/10.4270/ruc.2012210).
- Smith, H. J. (2003). The Shareholders vs. Stakeholders Debate. *Sloan Management Review*. Cambridge, 44(4), 85-106, Summer.
- Souza, M. M de. (2015). *Value Relevance do Nível de Disclosure das Combinações de Negócios e do Goodwill Reconhecido nas Empresas Brasileiras*. Florianópolis – SC, 183.
- Stanzani, L. M. L., Fregonesi, M. S. F. A., & Nakao, S. H. (2016). Estudo da relevância do valor adicionado contábil. ANPCONT. Ribeirão Preto, SP, 10.
- Sundaram, A.; & Inkpen, A. C. (2004). The Corporate Objective Revisited. *Organization Science*. Linthicum, 15(3), 350-364. DOI: [10.1287/orsc.1040.0068](https://doi.org/10.1287/orsc.1040.0068).
- Tsalavoutas, I., & Dionysiou, D. (2014). Value relevance of IFRS mandatory disclosure requirements. *Journal of Applied Accounting Research*.
- Vasconcelos, A. C.; Brandão, J. W.; Aquino, R. R. N.; Miranda, R.; O.; De Luca, M. M. M. Distribuição do valor adicionado com os empregados nas empresas indicadas como as melhores para se trabalhar. In: Congresso USP de controladoria e contabilidade, 13, 2013, Anais. São Paulo: USP, 2013.
- Waddock, S. e Graves, S. (1997). The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18 (4), 303-319.
- Walsh, J. (2005). Book review essay: Taking stock of stakeholder management. *Academy of Management Review*, 30 (2), 426-438.

<b>Planilha de Contribuição dos Autores</b>		
<b>Contribuição</b>	<b>Marcia Helena de Andrade Couto</b>	<b>Ercílio Zanolla</b>
1. Idealização e concepção do assunto e tema da pesquisa		X
2. Definição do problema de pesquisa	X	
3. Desenvolvimento da Plataforma Teórica	X	
4. Delineamento da abordagem metodológica da pesquisa	X	
5. Coleta de dados	X	
6. Análises e interpretações dos dados coletados		X
7. Conclusões da pesquisa	X	
8. Revisão crítica do manuscrito		X
9. Redação final do manuscrito, conforme as normas estabelecidas pela Revista.	X	
10. Orientação		X