

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO -
FECAP**

MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO

JOHNNY SILVA MENDES

**ESTUDO EMPÍRICO SOBRE A RELAÇÃO ENTRE IFRS
MANDATÓRIO E A CRIAÇÃO DE VALOR DA EMPRESA**

São Paulo

2016

JOHNNY SILVA MENDES

**ESTUDO EMPÍRICO SOBRE A RELAÇÃO ENTRE IFRS
MANDATÓRIO E A CRIAÇÃO DE VALOR DA EMPRESA**

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Administração da Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração com ênfase em Finanças.

Orientador: Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio

São Paulo

2016

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

Reitor: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva

Pró-reitor de Graduação: Prof. Dr. Ronaldo Frois de Carvalho

Pró-reitor de Pós-graduação: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva

Diretor da Pós-Graduação Lato Sensu: Prof. Alexandre Garcia

Coordenador de Mestrado em Ciências Contábeis: Prof. Dr. Cláudio Parisi

Coordenador do Mestrado Profissional em Administração: Prof. Dr. Heber Pessoa da Silveira

FICHA CATALOGRÁFICA

Mendes, Johnny Silva

M538e Estudo empírico sobre a relação entre IFRS mandatório e a criação de valor da empresa / Johnny Silva Mendes. - - São Paulo, 2016.

85 f.

Orientador: Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio.

Dissertação (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Mestrado Profissional em Administração.

1. IFRS. 2. Disclosure. 3. Empresa.

CDD 657.0218

JOHNNY SILVA MENDES

**ESTUDO EMPÍRICO SOBRE A RELAÇÃO ENTRE IFRS MANDATÓRIO E A
CRIAÇÃO DE VALOR DA EMPRESA**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração com ênfase em Finanças.

COMISSÃO JULGADORA:

Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Héber Pessoa da Silveira
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, 30 de agosto de 2016.

AGRADECIMENTOS

A Deus, pela oportunidade da vida, do conhecimento e por sempre estar ao meu lado.

Aos meus pais, por seu amor e pela educação que me deram. Vocês são meus exemplos.

À minha esposa e às minhas filhas, pelo amor que compartilhamos, pela enorme paciência que todas vocês tiveram comigo. Amo demais cada uma de vocês.

Ao meu orientador, professor Dr. Joelson Oliveira Sampaio, por todo auxílio, suporte, ensinamento, paciência e comprometimento ao longo deste trabalho. Sem você, essa ideia não teria ido para o papel.

Aos membros da banca, professores Dr. Héber Pessoa da Silveira e Dr. Wilson Toshiro Nakamura. Sem a contribuição e a prontidão de vocês, não teria alcançado mais este degrau em minha carreira.

Ao corpo docente do Mestrado, do qual tenho satisfação de ter sido aluno. Foram mais de dois anos intensos de busca de conhecimento, empenho e dedicação, graças a vocês que acreditaram em mim. Por isso, sou muitíssimo grato a todos, excelentes profissionais com quem tive e tenho orgulho de ter aprendido.

Por fim, agradeço a esta querida instituição, FECAP, que me acolheu e acolhe, acreditando em mim e me proporcionando conhecimento e experiências maravilhosas de aprendizado e ensino. Meu sincero muito obrigado.

RESUMO

Com o intuito de alcançar a convergência contábil, melhorar a comparabilidade e mensuração do valor econômico da firma, a norma IFRS, estabelecida de forma mandatória no Brasil no ano de 2010, tem como um de seus objetivos reduzir a assimetria de informação, refletindo menor custo de capital e conseqüente criação de valor para as firmas. Esta pesquisa teve, como objetivo, a investigação empírica da relação entre IFRS Mandatório e criação de valor das empresas de capital aberto não financeiras brasileiras. Foi utilizada uma amostra de empresas brasileiras regularmente negociadas na BM&F Bovespa entre 2003 e 2014. O modelo econométrico utilizado foi o método *diffs-in-diffs*, que isola o efeito do IFRS por meio das características não observadas. Foram estimados modelos com dados agrupados e painel com efeito aleatório. Para as métricas de criação de valor, foram encontrados efeitos positivos e significantes nas variáveis *Qtobin* e *Market to Book*. E para se medir a relação do IFRS com o risco da empresa, foi utilizado o Beta do ativo e encontrado efeito negativo e significativo. Os dados evidenciam que o IFRS mandatório impacta positivamente a criação de valor e mostram que o aumento da qualidade nos demonstrativos financeiros reduz a assimetria de informação e, conseqüentemente, aumenta o incentivo de *disclosure* nas firmas.

Palavras-chave: IFRS. Assimetria de Informação. Criação de Valor. *Diff-in-Diffs*.

ABSTRACT

In order to achieve accounting convergence, improve the comparability and measurement of the economic value of the firm, established IFRS standard mandatory form in Brazil in 2010 has as one of the objectives expected to reduce the asymmetry of information reflecting lower cost of capital and thus creating value for the firms. This research aimed at the empirical investigation of the relationship between IFRS Mandatory and value creation in public traded non-financial companies in Brazil. The sample consisted of stocks regularly traded at BM&F Bovespa from 2003 to 2014. The econometric model used was the *diffs-in-diffs* that isolates the effect of IFRS through the features not observed. For value creation metrics were found positive and significant effects on variables *Qtobin* and *Market to Book*. And when measuring the IFRS compared with the risk of the company has used the *Beta* variable and found negative and significant effect. The data shows evidence that IFRS mandatory positive impact on value creation and demonstrates that increasing the quality of financial reporting reduces information asymmetry and increases the incentive disclosure in firms.

Keywords: IFRS. Information Asymmetry. Value Creation. *Diff-in-Diffs*.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 - Período de adoção do IFRS no Brasil.....	33
--	-----------

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 - Estrutura do trabalho: questão de pesquisa, objetivos e hipóteses	21
QUADRO 2 - Relação entre assimetria, governança e custo de capital	28
QUADRO 3 - Impactos nos benefícios do IFRS pós obrigatório segundo Silva (2013)...	38
QUADRO 4 - Impactos nos benefícios do IFRS pós obrigatório segundo Ferreira et al. (2015)	39
QUADRO 5 - Ilustração gráfica do estimador <i>DIFFS-IN-DIFFS</i>	43
QUADRO 6 - Relação das empresas do grupo controladas e tratadas	49
QUADRO 7 - Comparativo entre sinal esperado e encontrado no <i>DIFFS-IN-DIFFS</i>....	71

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - Estatística descritiva das empresas de tratamento	52
TABELA 2 - Matriz de correlação das variáveis dependentes e independentes	56
TABELA 3 - Regressão efeito aleatório (GLS) e mínimo quadrado ordinário (MQO) - QTOBIN	59
TABELA 4 - Regressão efeito aleatório (GLS) e mínimo quadrado ordinário (MQO) - MTB	62
TABELA 5 - Regressão efeito aleatório (GLS) e mínimo quadrado ordinário (MQO) - BETA	66
TABELA 6 - Análise da curva de aprendizagem ifrs mandatório.....	73

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANEFAC:	Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade
BCDI	<i>Brazilian Corporate Disclosure Index</i>
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuro de São Paulo
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
CAPM	<i>Capital Asset Price Model</i>
CPC	Comitê de Pronunciamento Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EUA	Estados Unidos da América
GC	Governança Corporativa
IAS	<i>International Accounting Standards</i>
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
IASC	<i>International Accounting Standards Committee</i>
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBOVESPA	Índice Bovespa
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
Ln	Logaritmo Neperiano
MTB	<i>Market to Book</i>
US GAAP	<i>United States Generally Accepted Accounting Principles</i>
BR GAAP	<i>Brazilian Generally Accepted Accounting Principles</i>
U.E	União Europeia
PWC	<i>PricewaterhouseCoopers</i>
ROA	Retorno sobre Ativo
ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido
VMA	Valor de Mercado de Ação

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	14
1.1 SITUAÇÃO PROBLEMA	14
1.2 QUESTÃO DE PESQUISA	16
1.3 OBJETIVOS	17
1.4 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA	17
1.5 HIPÓTESES DA PESQUISA	18
1.6 JUSTIFICATIVA	18
1.7 ESTRUTURA DO TRABALHO	20
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	23
2.1 MENSURAÇÃO DA CRIAÇÃO DE VALOR	23
2.2 A QUALIDADE DAS DIVULGAÇÕES DAS INFORMAÇÕES E PERCEÇÃO ECONÔMICA NO MERCADO QUE IMPACTAM A CRIAÇÃO DE VALOR DA FIRMA	26
2.2.1 <i>DISCLOSURE</i> E ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO IMPACTANDO CRIAÇÃO DE VALOR.....	26
2.3 RELAÇÃO ENTRE IFRS, DISCLOSURE E ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO NO MUNDO E NO BRASIL.....	32
3 METODOLOGIA	40
3.1 AMOSTRA.....	45
3.1.1 ROBUSTEZ DA AMOSTRA	46
3.2 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS	46
3.2.1 VARIÁVEIS DEPENDENTES.....	46
3.2.2 VARIÁVEIS DE INTERESSE.....	47
3.2.3 VARIÁVEIS DE CONTROLE:	49
3.3 MODELOS E ANÁLISE DA CURVA DE APRENDIZAGEM:	50
3.3.1 MODELO DE CRIAÇÃO DE VALOR:	50
3.3.2 MODELO DE RISCO DA EMPRESA:	51
3.3.3 MODELO DE CURVA DE APRENDIZAGEM.....	51
4 ANÁLISES DOS RESULTADOS	52
4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS.....	52
4.2 MATRIZ DE CORRELAÇÃO	56
4.3 ANÁLISES DOS MODELOS DE REGRESSÃO	57
4.4 ANÁLISE DOS RESULTADOS MODELO DE DIFERENÇAS EM DIFERENÇAS	58
4.4.1 ANÁLISE GERAL DOS SINAIS DOS MODELOS	69
4.4.2 CURVA DE APRENDIZAGEM IFRS PARA MERCADO BRASILEIRO	72
5 CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS	75
5.1 LIMITAÇÕES DA PESQUISA	77

REFERÊNCIAS	76
APÊNDICE A – ANÁLISE DA CURVA DE APRENDIZAGEM VARIÁVEL DEPENDENTE QTOBIN.	85
APÊNDICE B – ANÁLISE DA CURVA DE APRENDIZAGEM VARIÁVEL DEPENDENTE MTB.	86
APÊNDICE C – ANÁLISE DA CURVA DE APRENDIZAGEM VARIÁVEL DEPENDENTE BETA.	86

1 INTRODUÇÃO

1.1 SITUAÇÃO PROBLEMA

A teoria econômica sugere que as empresas tenham o compromisso com a criação de valor positivo para o acionista. Ao longo do tempo, as empresas podem se comprometer em pagar dividendos e/ou aumentar os ganhos de capitais cumprindo a meta com a criação de valor positivo. Há vários fatores que interferem na criação de valor, que afetam tanto os ativos tangíveis quanto intangíveis. Bushman e Smith (2001, 2003) listam alguns: quantidade de divulgação de informações de qualidade para o mercado; assimetria de informação; risco da empresa; custo de capital e liquidez da empresa (KAYO et al., 2006; TEH; KAYO; KIMURA, 2008).

Por conta da assimetria de informação, as empresas têm seu valor de mercado atingido de forma negativa, provocando a diminuição do valor da firma (VERRECCHIA, 2001; BUSHMAN; SMITH, 2001, 2003). Entretanto, estudos empíricos relativos à assimetria de informação têm demonstrado resultados diversos para a relação entre assimetria de informação e custo de capital (LELAND; PYLE, 1977; BUSHMAN; SMITH, 2001, 2003; LIMA, 2009; CALHAU, 2012).

Leland e Pyle (1977) encontraram que a assimetria de informação atinge negativamente o custo de capital próprio, enquanto Botosan (2000, 2002) indicou que o *disclosure* aumenta o custo de capital próprio, quando analisado a partir dos relatórios trimestrais, e que impacta negativamente quando analisadas as divulgações anuais (BOTOSAN, 1997). Tal diversidade de resultados é verificada também no contexto brasileiro; por exemplo, enquanto Carvalho de Alencar (2005) identificou que o *disclosure* não impacta o custo de capital das empresas, por outro lado Lima (2009), Castro Junior, Conceição e Santos (2011) e a pesquisa de Gu e Li (2007) identificaram que o aumento do *disclosure* mitiga a assimetria informacional e diminui o risco e o custo de capital próprio.

Diante da constatação de que o aumento do *disclosure* pode proporcionar diferentes resultados, sugere-se a investigação de fatores que possam explicar tais diferenças. Como Botosan (1997) identificou impacto negativo no custo de capital próprio para dados anuais e Botosan (2002) identificou impacto positivo no custo de capital próprio para dados trimestrais, pode-se sugerir que a forma como são elaborados os demonstrativos financeiros pode influenciar desde custo de capital até atingindo a criação de valor, o que leva à discussão da

capacidade que as empresas têm de divulgar as informações financeiras contábeis aos investidores, considerando que isso seja o que realmente importa para o mercado (LIMA, 2009).

Com o objetivo de atender o público externo à contabilidade, estrutura essa base de divulgação na premissa do conservadorismo, ou seja, tem-se por objetivo atender padrões de mensuração e verificabilidade. Há também a intenção de refletir os valores econômicos. O conservadorismo recebe uma forte crítica por não representar, ao longo do tempo, um dos importantes objetivos econômicos ao qual se refere, ou seja, mensurar o valor real da firma. Com isso, o mercado pode não valorizar suficientemente as informações que recebe e, conseqüentemente, os investidores – que estão entre os principais usuários da informação contábil– tendem a subavaliar as empresas, o que pode levar à destruição de valor (KAYO et al., 2006; TEH; KAYO; KIMURA, 2008).

Quanto à forma como são elaboradas as demonstrações contábeis, há evidências de que elas carregam a capacidade de mitigar a assimetria de informação (RAMOS; LUSTOSA, 2011). Essa relação provoca diversos questionamentos do mercado sobre a capacidade informacional das empresas ao divulgar seus relatórios, porque com baixa capacidade informacional a empresa tende a provocar a assimetria de informação e os analistas tendem a subavaliar as empresas por praticarem o que se conhece como seleção adversa (FRANCIS; SCHIPPER, 1999). Entende-se que a seleção adversa seja a consequência da assimetria de informação, visto que o mercado tende a precificar para baixo as empresas de maior valor e precificar para cima empresas de menor valor, considerando a baixa qualidade das demonstrações financeiras em termos de grau de comparabilidade (BUSHMAN; SMITH, 2001, 2003; CASTRO JUNIOR; CONCEIÇÃO; SANTOS, 2011).

Em suma, a problemática da assimetria de informação cria custos por meio da introdução de seleção adversa, que provocam a destruição de valor (KAYO et al., 2006; TEH; KAYO; KIMURA, 2008; CASTRO JUNIOR; CONCEIÇÃO; SANTOS, 2011). Esse problema se intensifica quando se soma a isso o ambiente institucional, pois, dependendo deste ambiente institucional ao qual a empresa está submetida, há maior severidade da assimetria informacional, e essa relação se torna plausível porque em mercados globalizados o investidor pode subavaliar um ambiente institucional de acordo com o grau de *enforcement* do país (LA PORTA et al., 1998; BUSHMAN; SMITH, 2001, 2003; LIMA, 2009; HOUQE; EASTON, 2013).

Com isso, a corrida da globalização intensifica, em todos os mercados de capitais, a necessidade de se ter uma norma contábil que preencha a possibilidade de melhor comparabilidade. Esse objetivo tem sido cada vez mais importante para os investidores.

Com o intuito de alcançar a convergência contábil, melhorar a comparabilidade e mensuração do valor econômico, a norma *International Financial Reporting Standards* (IFRS), que equivale ao padrão internacional para divulgação dos relatórios contábeis, tem sido adotada em vários países. No Brasil, a Lei nº 11.638/07, promulgada em dezembro de 2007, estabeleceu que o país adotasse tal norma de padrões internacionais obrigatoriamente, a partir do ano fiscal de 2010. Sendo assim, as empresas teriam como período de adaptação, isto é, não obrigatoriedade de publicação de seus relatórios no padrão IFRS, os anos fiscais de 2008 e 2009.

Embora esta iniciativa de melhoria de qualidade dos relatórios por meio do padrão IFRS tenha surgido no Brasil somente em 2007, desde 2002 as empresas já experimentavam regras mais rígidas para alinhamento dos interesses da organização aos dos *stakeholders*. Com o intuito de atrair os investidores estrangeiros e buscar alinhamento com a governança corporativa, desde 2002, as empresas listadas na BM&F Bovespa têm a opção de aderir voluntariamente aos diversos segmentos de listagem de governança, a saber: Nível 1, o primeiro nível de governança, que contempla compromisso de transparência das informações, adicionalmente às existentes na legislação; Nível 2, nível intermediário de governança, que, adicionalmente ao Nível 1, contempla regras societárias para a promoção de equidade de direitos para todos os acionistas; e Novo Mercado, o mais alto nível de governança na BM&FBovespa, direcionado às empresas que vão abrir o capital, que possuem somente ações ordinárias em negociação ou têm pretensão de converter todas as ações negociadas em ordinárias (BM&FBOVESPA, 2016).

Portanto, um compromisso com o aumento dos níveis de divulgação, *disclosure*, e a melhora da comparabilidade dos relatórios financeiros reduzem a possibilidade de assimetria de informação, seja entre a empresa e seus acionistas ou entre os potenciais compradores e vendedores de ações no mercado de capitais, tanto em âmbito nacional quanto internacional.

1.2 QUESTÃO DE PESQUISA

Como demonstrado na seção anterior, a literatura acadêmica, corroborada por órgãos reguladores e de referência do tema, como também pela sociedade em geral, apresenta

evidências de que a adoção mandatória do IFRS potencialmente gera benefícios ao aumento do *disclosure*, diminuição da assimetria de informação e melhor governança, influenciando positivamente na criação de valor. Diante disso, este estudo tem por objetivo responder à seguinte pergunta: qual a relação existente entre a adoção do IFRS mandatório e a criação de valor positivo em empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa, no período de 2003 a 2014?

1.3 OBJETIVOS

Considerando a questão de pesquisa, definida na seção anterior, esta dissertação tem por objetivo geral:

- Verificar a relação existente entre adoção mandatória do IFRS e criação de valor positivo em empresas listadas na BM&FBovespa, no período de 2003 a 2014.

Será analisado qual o impacto da adoção mandatória do IFRS na criação de valor das empresas não financeiras listadas na BM&F Bovespa entre 2003 e 2014.

Como objetivo específico, têm-se:

- i) Analisar a relação entre o impacto da adoção mandatória do IFRS sobre diferentes métricas de criação de valor das firmas.

De forma complementar:

- ii) Verificar o impacto da adoção mandatória do IFRS no risco da empresa;
- iii) Analisar o comportamento da curva de aprendizagem do IFRS nas diferentes métricas de criação de valor e no risco da empresa.

1.4 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

Este trabalho investigará a relação existente entre a adoção mandatória de IFRS e a criação de valor positivo nas empresas brasileiras de capital aberto, não financeiras, listadas na BM&F Bovespa no período de 2003 a 2014.

Entende-se por adoção mandatória de IFRS a divulgação dos relatórios contábeis no padrão IFRS, que se tornou obrigatória a partir do ano fiscal de 2010, conforme a Lei 11.638/07.

Entende-se por criação de valor o conceito de Kayo et al. (2006): ocorre quando é aumentado o valor econômico da empresa, sendo possível mensurá-lo pela somatória dos ativos tangíveis e intangíveis. Ainda, conforme Copeland, Koller e Murrin (2002), cria-se valor quando a empresa obtém retorno do investimento superior ao custo de oportunidade e, para que isso ocorra, deve-se escolher estratégias que maximizem o valor presente dos fluxos de caixa (TEH; KAYO; KIMURA, 2008).

Ainda com relação ao conceito, esta pesquisa operacionalizou como métrica de criação de valor: Q de Tobin (Qtobin) e *Market to Book* (MTB) (TEH; KAYO; KIMURA, 2008). E, para mensurar risco da empresa, será utilizado o Beta do ativo.

Por fim, a escolha do período de 2003 a 2014 está em linha com o estudo de Ball (2006) e Horton e Serafeim (2013), em que argumentam que, ao analisar-se uma janela de estimação superior a um ano antes e após a adoção do IFRS, tende-se a eliminar o efeito de transição do IFRS e, com isso, capturar o melhor efeito de qualidade e comparabilidade das normas IFRS.

1.5 HIPÓTESES DA PESQUISA

Com base na questão de pesquisa, foram formuladas as seguintes hipóteses:

H0 (hipótese nula): A adoção mandatória do IFRS não impacta positivamente na criação de valor positivo das empresas.

H1 (hipótese alternativa): A adoção mandatória do IFRS impacta positivamente na criação de valor positivo das empresas.

E, de forma adicional, serão testadas:

H0 (hipótese nula): A adoção mandatória do IFRS não impacta negativamente no risco da empresa.

H1 (hipótese alternativa): A adoção mandatória do IFRS impacta negativamente no risco da empresa.

1.6 JUSTIFICATIVA

O princípio das finanças corporativas é a criação de valor a partir de três pilares: investimento, financiamento e gestão de liquidez da empresa. Estratégias de financiamento menos custosas possibilitam a viabilização de projetos futuros mais lucrativos. Sob essa perspectiva, a discussão sobre mitigar a assimetria de informação e aumentar o *disclosure* se torna importante na medida em que se tenta, com ela, “diminuir a diferença entre o valor da companhia, caso fosse operada de forma ótima, e sua avaliação atual de mercado” (SILVEIRA, 2005, p. 31, 2015), além de propiciar o desenvolvimento do mercado de capitais e colaborar para o crescimento econômico.

Ainda são incipientes artigos que procuram testar a relação entre criação de valor positivo da firma e a adoção do IFRS no Brasil, mas alguns artigos acadêmicos têm buscado investigar tal relação. Por exemplo, Castro (2012), utilizando o método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) com os dados organizados em painel, encontrou significância positiva na variável dependente “Preço da ação” em relação ao período anterior à adoção de IFRS obrigatória contra o período pós-obrigatório, ou seja, a partir do ano fiscal de 2010.

Silva (2013), analisando o período de 2000 - 2011, investigou se o IFRS impacta o custo de capital próprio, utilizando o método de diferenças em diferenças com dados organizados em painel. Ele constatou que o aumento da divulgação de qualidade e consequente mitigação da assimetria de informação pós IFRS mandatório contribuiu para a redução do custo de capital próprio, porém o mesmo autor sugere que seja ampliada a janela de análise, assim como que seja investigado o impacto da curva de aprendizagem do IFRS em novas análises.

Outra pesquisa verificou a relação com a adoção do IFRS utilizando o mínimo quadrado ordinário (MQO), buscando capturar a assimetria de informação por meio do *bid ask* (*spread* de compra e venda de ações), no período entre 2008 e 2011. O autor verificou que o IFRS tem relação significativa com a diminuição da assimetria de informação, mitigando as informações privilegiadas que, por ventura, poderiam estar em posse ora dos compradores, ora dos vendedores (*bid ask*), utilizando uma variável *dummy* para medir a obrigatoriedade do IFRS. (REZENDE; ALMEIDA; LEMES, 2015).

Além de existirem poucas pesquisas, no Brasil, que relacionem IFRS e criação de valor positivo da firma, também não é identificada em outros artigos, mesmo fora do Brasil, a estratégia econométrica de diferenças em diferenças (*diffs-in-diffs*). Liu et al. (2011) examinaram o impacto do IFRS na qualidade da contabilidade em mercados regulamentados na China, onde a nova norma de contabilidade IFRS se tornou obrigatória para as empresas no

ano de 2007. O estudo foi feito no período de 2005 a 2008, apenas com as empresas incumbidas de acompanhar as novas normas. Eles mostram que a qualidade, diminuição da assimetria de informação, apresentou melhora significativa, e foi evidenciado que houve a diminuição nos ganhos dos executivos e aumento da qualidade e da relevância dos registros contábeis na China desde 2007. Outro achado relevante e significativo foi que no período que antecedeu a obrigatoriedade, ou seja, anterior a 2007, as empresas auditadas por *Big Four*, PricewaterhouseCoopers (PWC), Deloitte, KPMG e Ernst Young (EY), obtiveram maiores ganhos de qualidade, porém em menores proporções do que o período após adoção obrigatória do IFRS.

E, por fim, esse estudo se justifica por possibilitar verificar a relação do IFRS mandatório e criação de valor positivo por meio do método *diffs-in-diffs* ou “diferenças em diferenças”, visto que se trata de um “experimento natural ou (quase um experimento)”. Wooldridge diz em suas próprias palavras:

Um experimento natural ocorre quando algum evento exógeno – frequentemente uma mudança na política governamental – altera o ambiente nos quais indivíduos, empresas, famílias ou cidades operam. Um experimento natural sempre tem um grupo de controle, que não é afetado pela mudança na política, e um grupo de tratamento, que é afetado pela mudança na política. Diferentemente de um experimento verdadeiro, no qual os grupos, nos experimentos naturais, surgem da mudança específica na política governamental (WOOLDRIDGE, 2010, p. 426).

Portanto, tem-se aqui uma oportunidade de capturar, de forma mais apropriada e com método econométrico mais adequado, segundo a teoria, as mudanças ocorridas nos relatórios contábeis no cenário brasileiro, por verificar se a adoção do IFRS mandatório tem associação positiva e significativa na criação de valor positivo das firmas.

1.7 ESTRUTURA DO TRABALHO

O estudo contempla cinco capítulos. O primeiro, no qual está inserido este item, se refere à introdução, contemplando a situação-problema, a questão de pesquisa, incluindo as hipóteses e os objetivos (geral e específico), a justificativa que contempla uma introdução ao método de pesquisa, contribuições, além deste tópico que apresenta a estrutura do trabalho e, em linhas gerais, o que será abordado nos capítulos seguintes.

O segundo capítulo é destinado para a fundamentação teórica e foi estruturado de acordo com a questão de pesquisa que engloba os conceitos de criação de valor, assimetria de informação e IFRS.

No terceiro capítulo, é apresentado o procedimento metodológico, relacionando a natureza da pesquisa, abordagem econométrica a ser utilizada, variáveis (dependente, explicativas e de controle) e respectivos procedimentos de cálculo, modelo conceitual de diferenças em diferenças (*diffs-in-diffs*) e especificações que serão aplicadas, assim como amostra, período e fonte dos dados.

No quarto capítulo, serão expostos os resultados da pesquisa empírica, incluindo estatísticas descritivas gerais e análises complementares de variáveis.

O quinto e último capítulo é destinado para a conclusão, destacando algumas considerações gerais, as limitações da pesquisa e sugestões para novas pesquisas.

Finalizada a apresentação da estrutura do trabalho, encerra-se este capítulo inicial com a apresentação do quadro 1, que resume a estrutura do trabalho, contemplando a questão da pesquisa, hipóteses e objetivos.

QUADRO 1 - ESTRUTURA DO TRABALHO: QUESTÃO DE PESQUISA, OBJETIVOS E HIPÓTESES

Questão de Pesquisa
Qual a relação existente entre a adoção do IFRS mandatório e criação de valor positivo em empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa, no período de 2003 a 2014?
Objetivo Geral
- Verificar a relação existente entre adoção mandatória do IFRS e criação de valor positivo em empresas listadas na BM&FBovespa, no período de 2003 a 2014.
Objetivos Específicos
(i) Analisar a relação entre o impacto da adoção mandatória do IFRS (<i>International Financial Reporting Standards</i>) sobre diferentes métricas de criação de valor das firmas.
(ii) Verificar o impacto da adoção mandatória do IFRS no risco da empresa;
(iii) Analisar o comportamento da curva de aprendizagem do IFRS nas diferentes métricas de criação de valor e no risco da empresa.
Hipótese (formuladas duas hipóteses):

H0 (hipótese nula): A adoção mandatória do IFRS não impacta positivamente na criação de valor positivo das empresas.

H1 (hipótese alternativa): A adoção mandatória do IFRS impacta positivamente na criação de valor positivo das empresas.

H0 (hipótese nula): A adoção mandatória do IFRS não impacta negativamente no risco da empresa.

H1 (hipótese alternativa): A adoção mandatória do IFRS impacta negativamente no risco da empresa.

Fonte: Elaborado pelo autor.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 MENSURAÇÃO DA CRIAÇÃO DE VALOR

A criação de valor ocorre quando as empresas aumentam o valor econômico. Segundo Kayo et al. (2006), isso é possível pela soma dos ativos tangíveis e intangíveis e, em conformidade a esse conceito, Copeland, Koller e Murrin (2002) atribuem criação de valor somente quando o valor investido é superior ao custo de oportunidade, ou seja, quando o valor presente dos fluxos de caixa for superior ao custo de capital da empresa.

O conceito de ativo intangível é “definido como um direito a benefícios futuros que não possuem corpo físico ou financeiro (ações ou títulos de dívida)” (LEV, 2001, apud KAYO et al., 2006, p. 77) tais como marca, patentes ou um setor organizacional singular (TEH; KAYO; KIMURA, 2008). Portanto, o ativo intangível pode ser capturado por uma *dummy* de setor. Essa informação faz sentido visto que alguns setores se destacam na Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) por criarem: novas formas de extração de petróleo, podendo ser em alto mar e em águas profundas; softwares de produção, de controle financeiro ou de contabilidade específicos para o negócio, que ajudem a aumentar a rentabilidade ou se apropriem de tecnologias que os habilitem a novos mercados antes não explorados, como *streaming* (uma forma de transmissão de som e imagem sem a necessidade de efetuar *download*); dentre outras formas de intangíveis. Logo, essas informações estão em linha com a pesquisa de Kayo et al. (2006), quando se referem a intangíveis.

Outro conceito que destaca a importância dos ativos intangíveis para as empresas é o que a academia chama de retornos crescentes de escala, que equivale a explorar esse ativo indefinidamente sem que haja custo adicional, ou seja, “quanto maior o número de aplicações, melhor”. Por exemplo, a marca, o design, um software de produção etc. (PEREZ; FAMÁ, 2015, p. 10).

Os ativos tangíveis se referem aos ativos físicos e capital de giro. Para Kayo et al., é difícil “dissociar os ativos tangíveis dos intangíveis” (2006, p. 77), porém a combinação destes descreve o valor econômico real da empresa. Logo, apesar da importância crescente dos intangíveis, os ativos tangíveis continuam em evidência e são de grande importância para mensuração da criação de valor (PEREZ; FAMÁ, 2015).

Sendo assim, fica evidente que as empresas estarão criando valor para os acionistas, somente se obtiverem criação de valor positivo. Para tanto, a empresa deverá fazer tal

mensuração por meio da “soma dos ativos tangíveis e intangíveis” (KAYO et al., 2006, p. 73) registrados adequadamente nos seus demonstrativos financeiros.

Se os analistas e o mercado em geral se utilizam em grande parte dos demonstrativos contábeis para avaliarem as empresas, isso significa que erros na mensuração ou na divulgação destas informações contábeis prejudicam a comparabilidade de ativos e destroem valor das empresas. Problemas como a assimetria de informação ocorrem quando uma das partes envolvidas não detém todas as informações, por exemplo, gestores e analistas de mercado. Ocorre que as empresas podem estar sendo avaliadas abaixo do seu valor econômico, sendo prejudicadas pela assimetria de informação.

Para que as empresas sejam avaliadas da forma correta é necessário que seja incorporada a soma dos ativos tangíveis e intangíveis, ou seja, valor econômico (KAYO et al. 2006). Para tanto, a contabilidade deverá registrar adequadamente as contas, informando ao mercado, seja por meio dos demonstrativos financeiros, seja por meio dos informativos de fatos relevantes ou outras formas de informação e divulgação. Estas, por sua vez, devem ter o objetivo de melhorar e alinhar a transparência das informações em prol da criação de valor positivo.

Como já dito, os ativos intangíveis se configuram em ativos de difícil mensuração, e sua importância tem ganhado a atenção do mercado ao longo dos anos, visto que compõem, para algumas empresas, valor muito relevante em relação ao valor total das empresas (TEH; KAYO; KIMURA, 2008).

Para alguns casos, os ativos intangíveis ganham grande importância dentro do setor em que a empresa está inserida. Por exemplo, setores onde estão as empresas farmacêuticas, softwares ou telecomunicações apresentam alto volume de registros de patentes, alto volume de investimento em Pesquisas e Desenvolvidos (P&D). Logo, estas empresas têm a expectativa de que estes determinantes criem valor positivo para as empresas acima das alternativas de investimento, de forma sustentável e duradoura (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002; KAYO et al. 2006).

Em contraste com os ativos intangíveis, alguns tangíveis têm fácil mensuração. Por exemplo, ativos imobiliários, máquinas e equipamentos, estoques etc. são considerados de menor risco em relação a um intangível de mesmo valor, em parte por conta da maior liquidez (KAYO et al. 2006).

Sendo assim, nem todos os investimentos em intangíveis têm retorno garantido. Muito pelo contrário, os investimentos em intangíveis têm embutido diferentes riscos, alguns mais, outros menos, porém – como o próprio nome diz – intangível é de difícil mensuração. Logo, é normal que o risco esteja associado diretamente aos ativos intangíveis. Por exemplo, nas pesquisas de Aboody, Lev (1998, p. 169) e Kayo et al. (2006), os autores afirmam que há relação positiva entre beta (risco sistêmico) e ativos intangíveis, como P&D. Conforme Kayo et al. (2006), esta informação está devidamente respaldada com o esperado, visto que, quanto maior o risco, maior o retorno.

A ideia é que os demonstrativos financeiros devem apresentar adequadamente os riscos, tanto dos tangíveis quanto dos intangíveis, assim como o retorno esperado por cada um dos ativos refletidos nas respectivas rubricas contábeis. O IFRS, diferente da metodologia BR GAAP, apresenta conceitos baseados em princípios que, em tese, capacitam as empresas para mensurar e registrar corretamente as informações acerca do valor econômico real da empresa (CATTY, 2013).

Por exemplo, Silva (2013) lista alguns benefícios do IFRS que devem melhorar a mensuração tanto dos intangíveis quanto dos tangíveis: pagamento baseado em ações, teste de *impairment*, registro de propriedade para investimento, registro da depreciação de acordo com o padrão de consumo dos benefícios do ativo, registro de propriedades para investimento, entre outros (ver também quadro 3).

Ferreira et al. (2015) também apresentam algumas rubricas que foram atingidas pelas novas normas contábeis, IFRS. São elas: ativos biológicos, instrumentos financeiros, mensuração do valor justo, entre outras (ver também quadro 4). Os autores afirmam que as normas IFRS trazem elevação da primazia econômica sobre a forma jurídica, além da inserção da mensuração de alguns ativos e passivos a valor justo. Sendo assim, as normas IFRS elevam as responsabilidades das empresas para melhor escolha, contábil, que expresse a real posição econômica da empresa (FERRRIRA et al., 2015).

Fica evidente que tanto Silva (2013) e Ferreira et al. (2015) estão de forma, pelo menos indireta, se referindo ao tema criação de valor. Claro que o objetivo do IFRS não é necessariamente aumentar o valor das empresas, mas, sim, mensurá-lo e registrá-lo adequadamente. Logo, dependendo das empresas e do setor de atuação, pode-se revelar tanto a destruição de valor quanto a criação de valor positivo. O mais importante é que o IFRS revela o real valor econômico das empresas (GASPARINI, 2015; SILVA, 2013) e, como já dito anteriormente, o valor econômico real das empresas é a soma dos seus ativos tangíveis e

intangíveis (KAYO et al., 2006), e, diferente das normas BR GAAP, as normas IFRS têm o objetivo de apresentar demonstrações fidedignas (CATTY, 2013).

As pesquisas de Silva (2013) e Ferreira et al. (2015) identificaram como relevante a necessidade de uma nova forma de contabilizar os demonstrativos financeiros. Esta informação está em linha com o que já havia sido citado como necessidade no trabalho de Libert, Samek e Boulton (2001), em que os autores destacam que as empresas estão criando valor combinando os ativos tangíveis e intangíveis, porém até aquele momento a contabilidade tradicional não era capaz de reconhecer essa combinação de ativos.

Percebe-se, então, que a qualidade das informações contábeis interfere diretamente na criação de valor das empresas, ora impactando na criação de valor positivo, ora acabando por destruir a criação de valor.

2.2 A QUALIDADE DAS DIVULGAÇÕES DAS INFORMAÇÕES E PERCEPÇÃO ECONÔMICA NO MERCADO QUE IMPACTAM A CRIAÇÃO DE VALOR DA FIRMA

Para Lima (2009), o aumento do *disclosure* resulta na mitigação da assimetria informacional, diminuindo assim o risco oferecido pela empresa. Portanto, o objetivo desta seção é correlacionar artigos que discutam como o *disclosure* interfere no risco da empresa, no custo de capital próprio e na criação de valor, e qual relação se estabelece com a assimetria de informação.

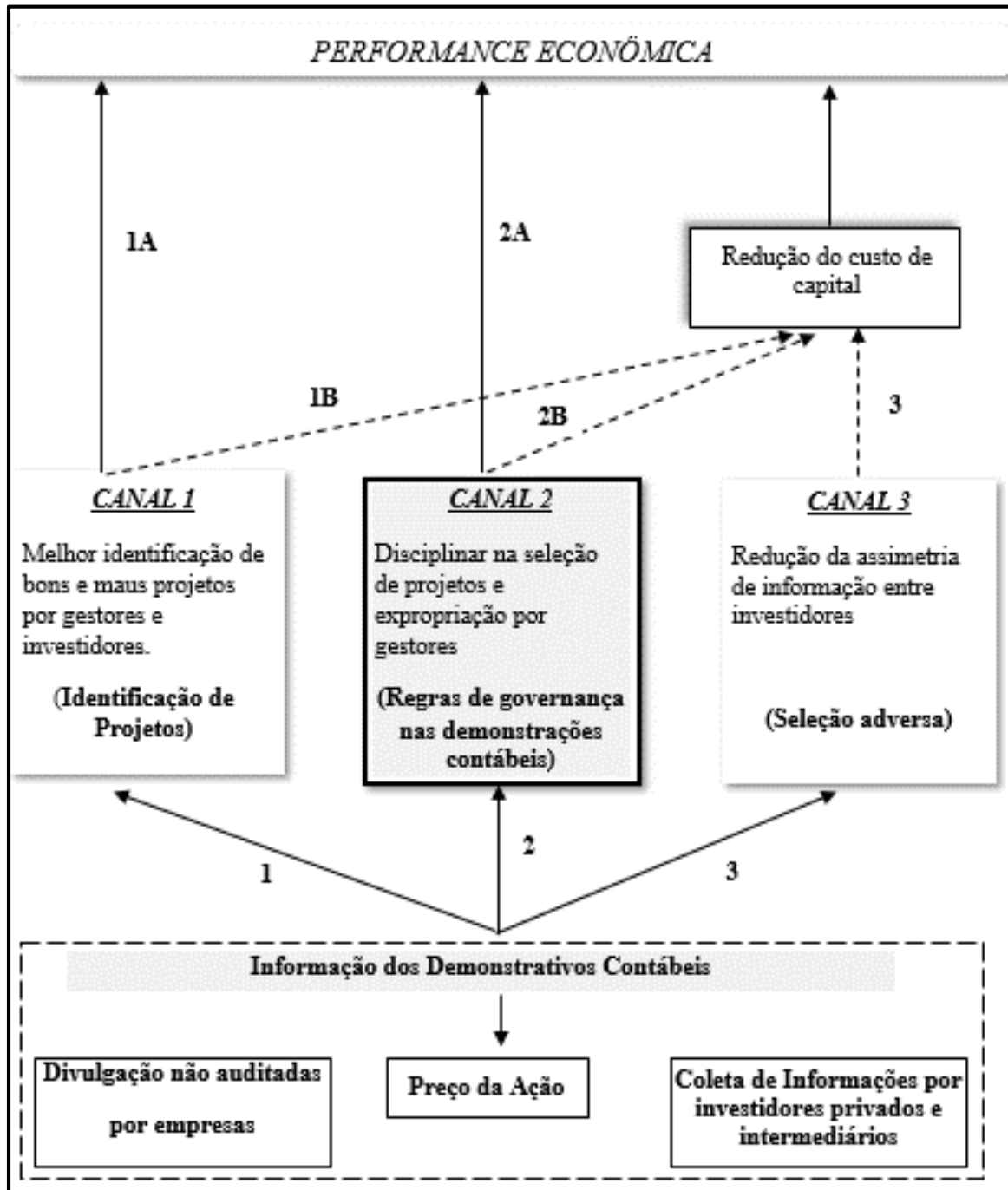
2.2.1 *DISCLOSURE* E ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO IMPACTANDO CRIAÇÃO DE VALOR

O quadro 2, retirado do artigo de Bushman e Smith (2003), é um fluxograma que representa como ocorrem as relações entre a informação contábil e a governança, como o *disclosure* e a assimetria de informação impactam no custo de capital e, conseqüentemente, no valor econômico da empresa. Para Bushman e Smith (2001, 2003), o primeiro canal equivale à escolha dos melhores projetos por meio dos demonstrativos financeiros contábeis. Este canal é responsável por capacitar os analistas (gestores e investidores) a distinguirem os melhores e piores projetos, ou seja, entregando as informações para seleção de projetos que criam valor. O segundo canal equivale às regras de governança corporativa que tem por finalidade utilizar os mecanismos de incentivo, controle e monitoramento na alocação de recursos com projetos rentáveis e na expropriação da riqueza dos minoritários e credores

pelos executivos e majoritários. E, no terceiro canal, o objetivo é reduzir a assimetria de informação e o risco de liquidez.

O quadro 2, de Bushman e Smith (2003), procura então proporcionar que a empresa tenha o melhor desempenho econômico, por providenciar a transparência da governança corporativa, gerando maior *disclosure* e reduzindo a assimetria de informação. Isto é possível por meio dos demonstrativos contábeis que conferem melhores oportunidades para os executivos selecionarem melhores projetos. Há também outros autores que pesquisaram o tema de *disclosure* e assimetria de informação com custo de capital próprio e criação de valor, tanto no cenário nacional quanto internacional.

QUADRO 2 - RELAÇÃO ENTRE ASSIMETRIA, GOVERNANÇA E CUSTO DE CAPITAL



Fonte: Bushman e Smith (2003, p. 67, tradução nossa).

Para Botosan (1997), *disclosure* se refere à quantidade de divulgação com qualidade fornecida ao mercado. Nesta mesma pesquisa, a autora mediu o nível de divulgação voluntária fornecida nos relatórios anuais de 122 empresas em 1990. Foi encontrada a seguinte relação: a maior divulgação de eventos de qualidade (*disclosure*) está associada com um menor custo de capital próprio.

Botosan (2000, 2002) amplia os resultados encontrados em Botosan (1997), ao analisar se o custo de capital próprio diminui com o aumento de *disclosure*. A autora encontra dois resultados diferentes entre nível de *disclosure* e custo de capital próprio: primeiro foi constatado que a relação é inversamente proporcional entre o custo de capital próprio e o nível de *disclosure* capturado a partir dos relatórios anuais, mas, quando o nível de *disclosure* é medido a partir dos relatórios trimestrais, o custo de capital próprio é diretamente proporcional. Este último resultado, apesar de divergir com a teoria (Botosan, 1997), está em linha com as reivindicações dos gestores, em que maiores divulgações oportunas (relatórios trimestrais, por exemplo) aumentam o custo de capital próprio (BOTOSAN, 2000, 2002).

O trabalho de Botosan (1997) está em linha com a pesquisa de Balakrishnan, Li e Yang (2012), em que descobriram que o *disclosure* voluntário é um mecanismo indireto através do qual o IFRS traz benefícios ao mercado de capitais, tanto no aumento da liquidez quanto nos ativos da empresa.

No cenário brasileiro, Carvalho de Alencar (2005) encontrou que o aumento do nível de *disclosure* não impacta significativamente sobre o custo de capital próprio das empresas brasileiras. Foi utilizado, como métrica para o custo de capital próprio, o beta (risco da empresa) e, como nível de *disclosure*, as indicações que as empresas recebem da ANEFAC (Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade). Por outro lado, Lopes e Carvalho de Alencar (2010) encontraram que o maior nível de *disclosure*, capturado através do *Brazilian Corporate Disclosure Index* (BCDI), tem relação negativa com o custo de capital próprio, e foi verificado também que, em países onde as empresas têm em média baixo nível de *disclosure*, há maior variabilidade, em relação às empresas nos Estados Unidos, nas práticas de divulgação voluntária.

A assimetria de informação equivale a um investidor que, ao tomar uma decisão de compra, possui menos informação do que sua contraparte. Tal investidor, racionalmente, tende a exigir maior retorno, custo de captação da contraparte, a fim de assegurar que as incertezas não destruam valor no negócio a ser exercido. A partir desta lógica, alguns autores buscaram investigar se estes negócios com assimetria de informação impactam nos custos e valor econômico da empresa. Dentre as pesquisas, pode-se mencionar: Brown, Hillegeist e Lo (2004); Bushman e Smith (2001, 2003); Brown e Hillegeist (2003); Castro Junior, Conceição e Santos (2011); entre outras.

Brown, Hillegeist e Lo (2004, p. 344) encontraram que a *conference call*, ou simplesmente teleconferência, é um tipo de *disclosure* voluntário que apresenta relação direta

com a mitigação da assimetria de informação. Os autores ainda destacam que a informação privilegiada corresponde a um fator preponderante do prêmio exigido pelos investidores ao operarem com empresas que possuem informações privilegiadas. Com isso, identificaram que empresas que aumentam a frequência do *conference call* apresentam redução no custo de capital próprio.

Verrecchia (2001) recomenda a redução de assimetria de informação para que as empresas obtenham menor custo de capital próprio e indica que a redução da assimetria de informação é o incentivo para haver maior *disclosure*.

Os autores Bushman e Smith (2003) ainda afirmam que demonstrações contábeis financeiras, juntamente com as divulgações que apoiam essas demonstrações, formam a base das informações específicas da empresa que promovem a disponibilidade de informações essenciais para tomada de decisão, tanto para investidores que optam sobre onde farão a alocação de capital com melhor retorno quanto gestores que escolhem os melhores projetos para alocarem seus recursos. Os mesmos autores também defendem que a compreensão do funcionamento da contabilidade em uma economia mitiga a assimetria de informação.

Para Silva et al. (2010), a seleção adversa é um “desvio de eficiência de mercado”, já que as partes envolvidas, agente e principal, têm informações distintas, permitindo que seja praticado preços iguais para produtos de qualidades distintas. Este conceito está em linha com o trabalho de Akerlof (1970) sobre seleção adversa, em que a caracteriza como um efeito da assimetria de informação entre agentes em uma relação pré-contratual. O mesmo autor ratifica que uma das principais funções que a contabilidade tem é a de servir como redutora da assimetria informacional.

Brown e Hillegeist (2003) encontraram relação negativa e significativa entre a qualidade da divulgação das informações das empresas e a assimetria de informação, sendo que a assimetria tem relação direta com informações relevantes das empresas que ainda não foram divulgadas publicamente, ao mesmo tempo que já estão disponibilizadas para algumas pessoas no mercado de forma particular. Observa-se, neste cenário, que ocorrerá seleção adversa até que a informação particular esteja disponível livremente para o mercado em geral. Dentro deste contexto, o investidor não informado tende a se proteger da não informação, exigindo do mercado maior retorno (maior custo de capital próprio), que conseqüentemente impactará de forma negativa no valor econômico da empresa (CASTRO JUNIOR; CONCEIÇÃO; SANTOS, 2011, p. 4).

Ashbaugh, Collins e Lafond (2004) encontraram que a qualidade das informações financeiras tem relação negativa com o custo de capital próprio. Além desta relação, os autores examinaram os atributos de governança, como direito dos acionistas, estrutura de administração e estrutura de posse, e concluíram que coletivamente os atributos de governança explicam aproximadamente 8% da variação no custo de capital próprio da empresa e 14% da variação do Beta das empresas.

Ademais, é desejável que as empresas procurem diminuir a seleção adversa, por mitigar a assimetria de informação voluntariamente, a fim de atender as expectativas de gestores, do mercado de capitais e do governo, dentre outros *stakeholders* (CASTRO JUNIOR; CONCEIÇÃO; SANTOS, 2011, p. 4). Além disso, é claro, tem-se o objetivo de proteger o valor econômico da empresa. Tal modelo de qualidade de divulgação da informação é pleiteado por meio de normas padronizadas que buscam alcançar o poder de comparabilidade e confiança, e que possam atender de forma eficiente o mercado globalizado que demanda informações dinâmicas disponíveis quase que em tempo real.

Portanto, pode-se notar que os autores discutidos até aqui centralizam as decisões em aumentar *disclosure*, em mitigar a assimetria e correlacionam com a influência que a alta qualidade das informações nos demonstrativos financeiros têm na tomada de decisão para criação de valor das empresas. Para Lambert, Leuz e Verrecchia (2006, p. 387), a alta qualidade das informações contábeis influenciam negativamente o custo de capital. Tal influência ocorre em dois efeitos: Diretos e Indiretos, a saber:

Efeito Direto: A qualidade das informações contábeis não afeta os fluxos de caixa em si, mas afeta a tomada de decisão dos participantes de mercado e o fluxo de caixa futuro.

Efeito Indireto: A qualidade das informações contábeis afeta as decisões reais da firma, que, por sua vez, influenciam na expectativa de criação de valor positivo e a covariância do fluxo de caixa.

Por isso, hoje existe tal demanda por alta qualidade das informações, visto que tem o objetivo de atender uma demanda global. E, desde a década de 70, o mercado vem se organizando nesse sentido, com o intuito de alinhar uma estratégia que possa atender adequadamente essas normas de qualidade das informações contábeis. Vem-se evoluindo ao que se conhece atualmente como *International Financial Reporting Standards* ou, simplesmente, IFRS.

2.3 RELAÇÃO ENTRE IFRS, DISCLOSURE E ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO NO MUNDO E NO BRASIL

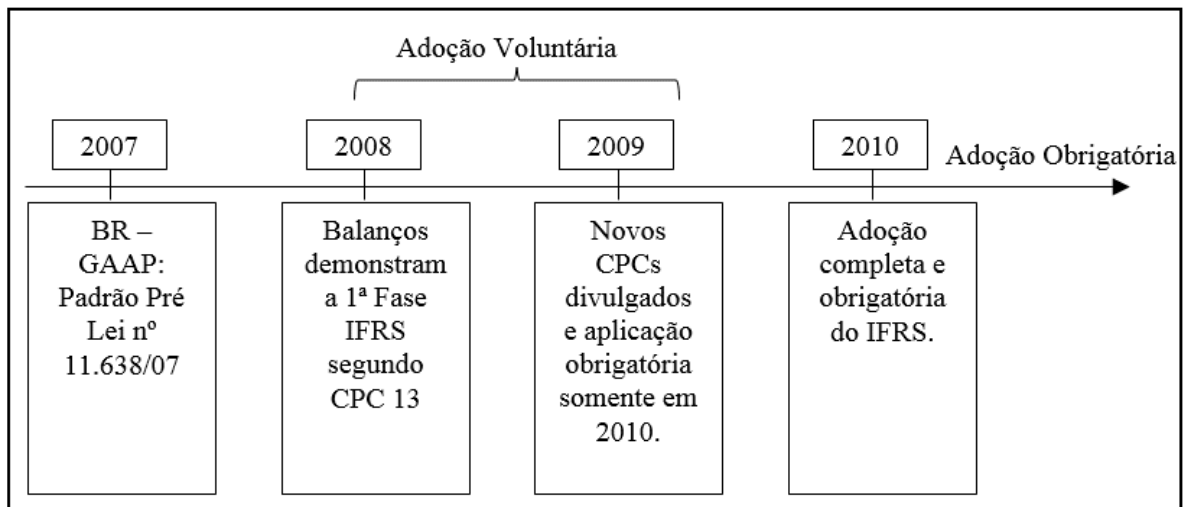
O objetivo de se alcançar a internacionalização das regras de demonstrações financeiras para se ter demonstrações fidedignas, comparáveis, capazes de mitigar a assimetria de informação que prejudica a avaliação das empresas no mercado de capitais, teve início antes mesmo da criação do *International Accounting Standards Committee* (IASC) – precursor do *International Accounting Standards Board* (IASB) – em 1973 (CATTY, 2013).

Desde 1966, foram feitos acordos entre as instituições de contabilidade do Canadá, dos Estados Unidos e do Reino Unido. A ideia era criar uma unificação global das normas contábeis financeiras. Este grupo seletivo dissolveu-se em 1977, mas deixou um legado de 20 estudos. Tais estudos foram tomados como base para os pronunciamentos contábeis internacionais *International Accounting Standards* (IAS) que por sua vez estão em vigor (CATTY, 2013).

A partir de 2001, o IASB se torna órgão oficial das emissões das normas financeiras internacionais e, no mesmo ano, lança o IFRS - *International Financial Reporting Standards*. Com o apoio da União Europeia (UE), no ano de 2003 o IFRS 1 foi elaborado e divulgado como norma e, a partir de 2005, o IFRS vem sendo obrigatório para as empresas da União Europeia (UE) (CATTY, 2013).

No Brasil, foi a Lei 11.638/07 e a medida provisória nº 449/08 que atribuíram à CVM a responsabilidade para criar o processo de mudança das normas contábeis financeiras e garantir a conformidade do padrão internacional do IFRS no país (GASPARINI, 2015; CATTY, 2013).

A adoção do IFRS no Brasil ocorreu especificamente em dois períodos, sendo o primeiro de 2008 a 2009 – momento em que as empresas adotaram voluntariamente o IFRS – e a partir de 2010, ou melhor, o ano fiscal 2010, quando se deu a obrigatoriedade para todas as empresas de capital aberto (GASPARINI, 2015), conforme mostra a figura 1.

FIGURA 1 - PERÍODO DE ADOÇÃO DO IFRS NO BRASIL

Fonte: Gasparini (2015, pág. 48).

Em 2008, começo da primeira fase, período em que as empresas poderiam aderir voluntariamente ao IFRS, a CVM divulga a deliberação nº 565 que, em conjunto com o pronunciamento CPC 13, foi útil para a primeira fase, das adesões voluntárias por parte das empresas de capital aberto. Houve ainda mais “13 pronunciamentos e duas orientações técnicas (OCPCs)” vigentes para 2008 (GASPARINI, 2015, p. 48).

Em 2010, segunda fase, foi divulgada a deliberação nº 647, no início de dezembro. Houve também a “promulgação de 29 pronunciamentos, três OCPCs e quinze interpretações técnicas” (GASPARINI, 2015, p. 49).

Todo esse esforço em adequar o Brasil ao padrão de normas internacionais de contabilidade e finanças visa alinhar as empresas de capital aberto aos padrões internacionais de comparabilidade, dentre os diversos mercados de capitais que já utilizavam as normas, como China, União Europeia e outros. Tais padrões internacionais, IFRS, são de melhor qualidade, pois são baseados em princípios e bem mais abrangentes do que as normas até então adotadas pelas empresas brasileiras. Havendo exceção para empresas que voluntariamente adotaram as normas US GAAP, as quais também se baseiam em princípios, assim como as IFRS, e colhem as mesmas consequências positivas destas, pois já divulgavam seus demonstrativos segundo essas normas internacionais (GASPARINI, 2015; CATTY, 2013; BUSHMAN; SMITH, 2001).

Tais mudanças nos moldes de divulgação das informações contábeis para os padrões internacionais têm o objetivo primordial de atender o mercado cada vez mais competitivo com informações tempestivas e confiáveis, com o intuito de auxiliar a tomada de decisão das

diversas organizações por mitigar a assimetria de informação, que atinge o valor econômico das firmas negativamente e diminui a liquidez (REZENDE; ALMEIDA; LEMES, 2015, BUSHMAN; SMITH, 2001, 2003). Entretanto, persiste o debate se a adoção do IFRS traz melhora na qualidade das informações (REZENDE; ALMEIDA; LEMES, 2015).

Dunstan et al. (2011) examinaram os efeitos da adoção do IFRS mandatório em relação à proteção dos investidores sobre a qualidade dos lucros contábeis em quarenta e seis países. Os resultados sugerem o aumento da qualidade dos ganhos pós adoção obrigatória do IFRS, ocorrendo mais intensamente quando há regime de proteção dos investidores em um país que fornece a proteção legal mais forte. Este estudo amplia a literatura atual, que mostra que as práticas contábeis são influenciadas por configurações macro (Regime legal) do país, ou seja, em países que possuem maior *enforcement*. Os resultados destacam a importância da proteção dos investidores para a qualidade da informação financeira e a necessidade de órgãos reguladores para desenhar mecanismos que limitam, por exemplo, as práticas de gestão dos salários dos executivos.

Horton e Serafeim (2013) examinaram os efeitos das normas obrigatórias do IFRS nos relatórios contábeis sobre o ambiente de informação das empresas e especificamente sobre a precisão das previsões dos analistas de mercado. Foram investigadas não só as empresas que obrigatoriamente adotaram o IFRS, mas também aquelas que voluntariamente adotaram as normas Internacionais (IFRS). Os resultados indicam que a melhoria ocorreu para empresas que voluntariamente adotaram o IFRS. Houve também melhora na qualidade dos demonstrativos das empresas que adotaram no período obrigatório, porém limitada às empresas não financeiras. Além disso, os autores registraram uma curva de aprendizado durante a adoção do IFRS. Verificaram que a mudança na transparência é proporcional às diferenças específicas, à firma, setor a que pertence, e quanto à comparação entre IFRS e GAAP local. Sugere-se que o IFRS é o mecanismo que tem forte relação com a qualidade de melhora das informações contábeis.

Houqe e Easton (2013) investigaram o efeito da adoção do IFRS obrigatório sobre a qualidade das informações nos relatórios financeiros em países de baixa de proteção aos investidores para empresas não financeiras. Foi examinado o efeito da adoção do IFRS obrigatório na França, Suíça e Suécia, três países da Europa ocidental que adotam o direito civil com origem no *French-Civil-Law*, que se caracteriza por ter baixa proteção aos investidores pelo Fórum Econômico Mundial 2011/2012, “Relatório de Competitividade Global” e suas respectivas tradições jurídicas de direito civil. Ao utilizar a análise de dados

entre 2003 e 2011, foi encontrada uma melhora significativa, tanto na precisão das previsões dos analistas quanto na dispersão destas previsões pós adoção obrigatória do IFRS para todos os três países. Estes resultados sugerem que a adoção obrigatória do IFRS em países de baixa proteção aos investidores melhora a qualidade da informação.

Daske et al. (2008) analisaram o Efeito do IFRS em 26 países sobre a liquidez de mercado, custo de capital próprio e valor econômico de empresa. O autor encontrou o aumento da liquidez de mercado pós período obrigatório. Já para o efeito no custo de capital próprio, houve redução. E, no valor econômico de empresa medido pelo Q_{tobin}, o autor encontrou sensível aumento, porém este último sem significância. Também foi verificado que os benefícios ocorrem principalmente em países onde se tem maior proteção legal para os acionistas, ou seja, maior *enforcement*. Outros resultados ocorrem ao comparar os resultados das empresas que adotaram o IFRS no período voluntário e obrigatório. Foi constatado que as empresas que aderiram no período voluntário obtiveram maiores benefícios em relação às empresas que adotaram somente no período obrigatório. Esta vantagem se estendeu, inclusive, no período pós obrigatório.

A respeito do resultado encontrado em Daske et al. (2008) – sobre o maior benefício para as empresas que adotaram o IFRS no período voluntário em relação àquelas que adotaram no período mandatório, e este maior benefício se estende a estas empresas mesmo após o período obrigatório – pode ter ocorrido devido à curva de aprendizagem sugerida por Ball (2006), em que o mercado apresenta um custo para aprender as novas normas. Logo, o nível de aprendizagem das empresas adotantes no IFRS voluntário é maior e, por isso, incorpora a estas maiores benefícios em relação às que não adotaram antecipadamente, no período voluntário do IFRS.

Outra evidência pode ser observada também nos estudos de Li (2010), que examinou a adoção obrigatória das Normas IFRS na União Europeia (UE) em 2005, onde identifica a redução do custo de capital próprio. Usando uma amostra de 6.456 observações-ano de 1.084 empresas da UE, durante o período de 1995 a 2006, foram encontradas evidências de que, em média, a adoção do IFRS no período obrigatório reduz significativamente o custo de capital próprio em 47 pontos percentuais. Também se descobriu que a redução está presente apenas em países com forte proteção legal (*enforcement*), e que o aumento do *disclosure* melhora a comparabilidade das empresas, cooperando para a redução do custo do capital próprio. A autora também ressalta que, embora a adoção do IFRS obrigatório reduza significativamente o custo de capital próprio das empresas, e conseqüentemente a criação de valor, devem ser

considerados os efeitos dependentes da força dos países quanto à proteção legal, para que se obtenha o maior benefício desse padrão internacional de normas contábeis financeiras.

Fond, Hung e Li (2011) examinaram as mudanças nos fundos de investimento estrangeiro nas empresas que adotaram o IFRS obrigatório na União Europeia, no ano de 2005. Eles encontraram melhora na credibilidade das informações e no poder de comparação uniforme dos relatórios contábeis, definido pelo grande aumento do número de empresas em diversos países que se tornaram comparáveis pós adoção da norma padrão (IFRS). Destacam que a possibilidade de comparação de diversas empresas dá ao investidor a possibilidade de optar pelo melhor investimento, visto que tem maior poder de comparação, com credibilidade, para várias empresas de mesmo setor de atuação, em diversos países, premiando as boas empresas com valor de mercado acima daquelas que não têm os melhores indicadores, diminuindo, assim, a assimetria de informação e afastando a possibilidade da seleção adversa (BUSHMAN; SMITH, 2001, 2003).

Santos, Ponte e Mapurunga (2014) avaliaram de forma abrangente a conformidade (*compliance*) das empresas com o padrão IFRS exigido no primeiro ano obrigatório de adoção do IFRS no Brasil (ano fiscal de 2010). Examinaram 638 *compliances* referentes a 28 normas IFRS. Tais análises foram feitas a partir das Notas Explicativas das Demonstrações Financeiras de todas as 366 empresas não financeiras brasileiras listadas na bolsa de valores do Brasil. Os autores investigaram a associação entre os níveis de *compliance* e as características das empresas como potencial fator de conformidade das divulgações que pudessem ser explicativas. Eles mostram que há baixos níveis de cumprimento de *compliance* no período analisado. Eles também encontraram relações positivas e significativas entre os níveis de *disclosure* e características de algumas empresas, principalmente tamanho e se são auditadas por uma "Big 4", empresas de contabilidade de reconhecimento global.

Silva (2013) investigou, no Brasil, o impacto da adoção mandatória do IFRS na qualidade das demonstrações contábeis e no custo de capital próprio no período de 2000 até 2011, para empresas brasileiras de capital aberto. O autor utilizou o modelo com estimador *diffs-in-diffs*, excluindo os anos de 2009 e 2010, representado no trabalho como período transitório do IFRS. Utilizando o modelo de Ohlson para medir o custo de capital implícito, o autor identificou que o IFRS mandatório impactou na redução do custo de capital próprio com significância de 10%. Porém é importante ressaltar outros autores que utilizam como limite de estudo o período voluntário, sendo os anos de 2008 e 2009, e período obrigatório o ano de

2010, conforme apresentado na figura 1 (GASPARINI, 2015; CATTY, 2013; SANTOS; PONTE; MUPURANGA, 2014).

Gasparini (2015) pesquisou no Brasil qual a relação entre convergência contábil e acréscimo de qualidade nas informações. Analisando dados de empresas não financeiras de capital aberto, entre os anos de 2004 e 2013, e utilizando o modelo econométrico com estimador *diffs-in-diffs* com os dados em painel, o autor verificou se o reflexo do IFRS impacta negativamente na assimetria de informação, procurando identificar se o mesmo ocorre na redução custo de capital próprio por meio dos modelos de Ohlson Juetner-Nauroth, Easton, Claus e Thomas e Gebhardt, Lee e Swaminathan. Os resultados que foram encontrados indicam uma redução no custo de capital próprio, sendo significativa (10%) apenas o modelo de Easton. O modelo de Claus e Thomas não obteve dados suficientes para o cálculo do custo de capital implícito.

Ferreira et al. (2015) analisou o impacto do IFRS mandatório entre janeiro de 2005 e dezembro de 2013. Utilizando regressão *pooled OLS*, os autores mediram ROA (retorno sobre ativo), ROE (retorno sobre o patrimônio líquido), alavancagem, tamanho (ativo total), *book to market*. Para alavancagem e tamanho foi identificada mudança pós período mandatório, com relação positiva e significativa a 5% e 10%. Já para o ROA e ROE foi apurada relação inversamente proporcional e significativa a 1%. E o indicador *book to Market* com significância a 5% apresenta relação positiva.

Joos e Leung (2012) examinam a reação do mercado para 15 eventos selecionados, relacionados com a adoção do IFRS nos Estados Unidos. O objetivo foi avaliar se os investidores percebem a mudança para o IFRS como sendo positiva ou negativa. Os resultados sugerem que a reação dos investidores à adoção do IFRS é mais positiva nos casos em que se espera IFRS para elevar os benefícios da convergência, ou seja, diminuição da assimetria de informação, favorecendo que não surja a seleção adversa. Os resultados também indicam uma reação do mercado menos positiva para as empresas com maior risco, o que é consistente com as preocupações do mercado, pois as empresas com maior risco têm menos inclinação a adotar as normas do IFRS. No geral, os resultados sobre adoção do IFRS nos EUA destacam a importância da convergência para os investidores, demonstrando assim a melhora positiva e significativa da qualidade das informações.

Ainda na pesquisa de Silva (2013), o autor faz breve lista de onde os benefícios do IFRS podem impactar nas contas de balanço da empresa, tentando explicar o porquê dos benefícios positivos para as empresas que adotaram IFRS. O autor indica que o IFRS, baseado

em princípios, contabiliza as operações anteriormente não registradas ou apuradas de formas não adequadas. Tais operações contábeis são destacadas no quadro 3.

**QUADRO 3 - IMPACTOS NOS BENEFÍCIOS DO IFRS PÓS OBRIGATÓRIO
SEGUNDO SILVA (2013)**

1	Pagamento baseado em ações
2	Teste de <i>impairment</i>
3	Arrendamento mercantil financeiro
4	Registro da depreciação de acordo com o padrão de consumo dos benefícios do ativo
5	Ativos não correntes mantidos para venda e operações descontinuadas
6	Registro de propriedade para investimento
7	Dividendo adicional proposto no patrimônio líquido
8	Reconhecimento dos contratos de concessão em ativo financeiro ou intangível
9	A conta ajuste de avaliação patrimonial destinada ao registro de variação de ativos e passivos avaliadas a valor justo etc.

Fonte: Silva (2013, p.181).

Também na pesquisa de Ferreira et al. (2015), os autores identificaram algo na mesma linha de Silva (2013), sobre as posições patrimoniais da nova contabilidade (IFRS) que se distanciam do antigo ordenamento contábil (BR GAAP), surtindo mudanças nas rubricas que mais promoveram esse afastamento entre as duas normas. Algumas são: adição de normativos específicos (por exemplo, ativos biológicos, instrumentos financeiros), mensuração do valor justo, mudança de formato nas contas das demonstrações financeiras, primazia econômica em relação ao formato jurídico, entre outras, conforme pode ser averiguado no quadro 4.

**QUADRO 4 - IMPACTOS NOS BENEFÍCIOS DO IFRS PÓS OBRIGATÓRIO
SEGUNDO FERREIRA ET AL. (2015)**

1	Elevação da primazia econômica sobre a forma jurídica.
2	A inserção da mensuração de alguns ativos e passivos a valor justo.
3	A adoção de normativos específicos, os quais não possuíam correlato no antigo regime contábil (ex.: ativos biológicos, propriedades para investimentos, instrumentos financeiros e outros).
4	Alteração do formato de linhas e rubricas expressas nas demonstrações financeiras.
5	Elevação da responsabilidade das companhias no que condiz à determinação de escolhas contábeis que melhor expressem sua posição econômico-financeira.

Fonte: Ferreira et al. (2015, p. 2).

Conforme raciocínio desenvolvido até este ponto, evidenciou-se em vários trabalhos que a falta de informações contábeis comparáveis e confiáveis aos investidores gera a assimetria de informação, que tem associação direta e positiva com a subavaliação das empresas pelo mercado, pois o mercado exige maiores retornos, aumentando o custo de capital, o que afeta negativamente a criação de valor de mercado das firmas (BUSHMAN; SMITH, 2001, 2003).

3 METODOLOGIA

Na busca por responder o problema pesquisado, faz-se necessário realizar um estudo empírico-analítico, pois, segundo Martins (2000, p. 26), essa abordagem utiliza “técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativas, além de ter forte preocupação com a relação entre as variáveis” pesquisadas. Por isso esta pesquisa é do tipo descritiva, pois segundo Hair et al. (2005, p. 86) se trata de uma “pesquisa estruturada para medir características descritivas de uma questão de pesquisa”. Posto isto, o presente trabalho utilizará o método quantitativo, descritivo, baseado em procedimentos estatísticos, a partir do software *Gretl*®.

O fenômeno que se pretende identificar e avaliar é criação de valor positivo resultante da adoção do IFRS mandatório nas empresas brasileiras e, de forma adicional, avaliar se houve impacto negativo no risco das empresas. A relação entre as variáveis dependentes de criação de valor e risco da empresa pode ser capturada por meio da aplicação de regressão. A relação existente entre as variáveis dependentes e explicativas é melhor estudada a partir da análise de regressão linear múltipla com dados organizados em painel, pois “permite acompanhar (ou tentar acompanhar) os mesmos indivíduos ao longo do tempo” (WOOLDRIDGE, 2010, p. 416). Ainda segundo o mesmo autor, os dados em painel são muito apropriados para analisar o efeito das políticas públicas, por ser possível observar o comportamento das empresas em diferentes momentos ao longo do tempo.

Ressalta-se que este trabalho não se propõe a identificar resultados marginais da relação do IFRS mandatório com a criação de valor e o risco da empresa, mas sim verificar os efeitos advindos da adoção obrigatória das normas IFRS.

A análise da Criação de Valor e Risco das empresas, antes e depois do IFRS mandatório, se dará pelo estimador *diffs-in-diffs* (diferenças em diferenças). Este modelo com estimador *diffs-in-diffs* já foi adotado em trabalhos recentes por Li (2010), Balakrishnan, Li e Yang (2012), Silva (2013), Carvalho (2014) e Gasparini (2015). Tal modelo tem o objetivo de analisar “experimentos naturais (ou quase-experimento)” que são considerados exógenos por uma mudança imposta na política ou do ambiente em que o mercado está inserido (WOOLDRIDGE, 2010, p. 426).

Assim como no trabalho de Carvalho (2014), esta dissertação norteia a investigação do modelo com estimador *diffs-in-diffs*. Este modelo deve ter dois grupos: um de tratamento e outro de controle. As empresas do grupo de tratamento representam aquelas empresas que

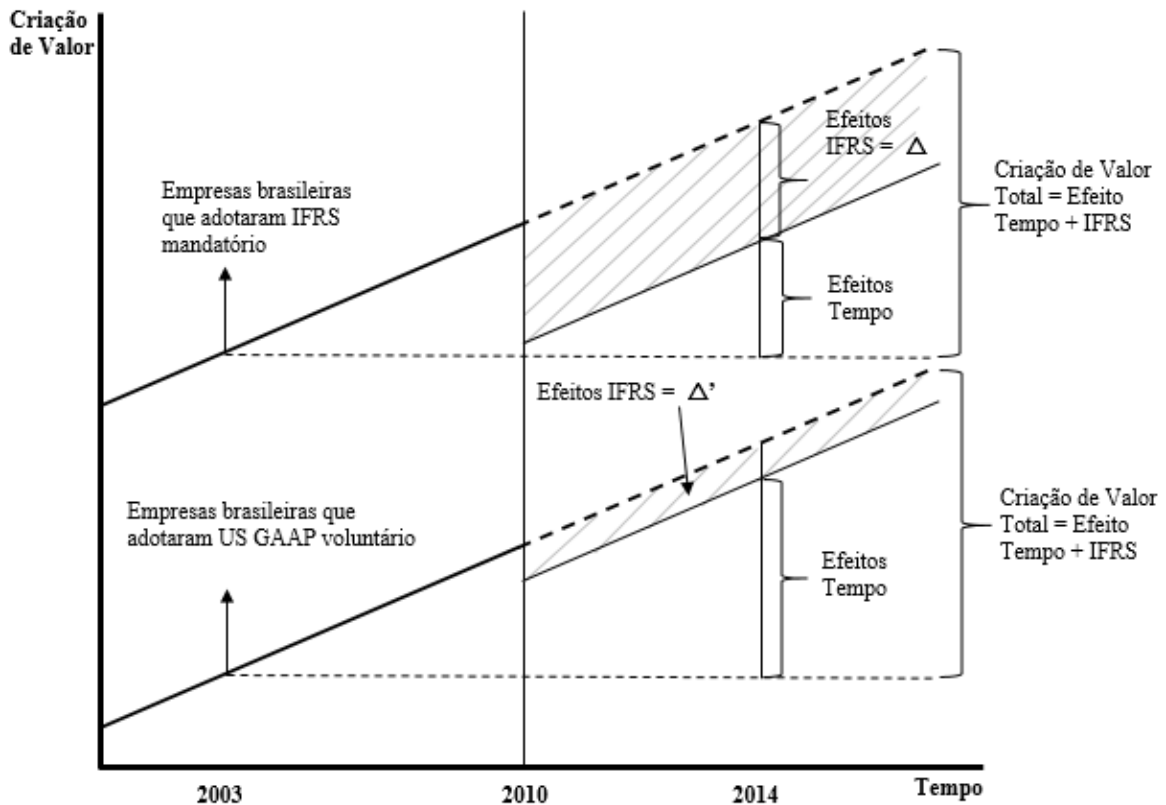
sofreram impactos econômicos apenas após a adoção do IFRS mandatório, enquanto o grupo de controle representa aquelas empresas que não sofreram o impacto econômico do evento exógeno. Seguindo o trabalho de Carvalho (2014) neste trabalho, o grupo de controle serão as empresas que aderiram voluntariamente os padrões internacionais de contabilidade (US GAAP), que, por conta disso, sofreram impacto em proporção diferente às empresas que somente adotaram o IFRS no período mandatório.

Conforme a tese de Carvalho (2014), pressupõe-se que o grupo de controle adotado neste trabalho não tenha sofrido um efeito econômico para o IFRS mandatório ou, pelo menos, tenha sofrido um impacto diferente em relação às empresas que adotaram o IFRS somente no período mandatório (ver gráfico 1). Carvalho (2014) diz que, pelo fato de já terem adotado de forma voluntária o US GAAP, as empresas já obtiveram os mesmos benefícios econômicos que o IFRS mandatório proporciona e, com isso, o grupo de empresas que aderiram ao US GAAP não sofrem impacto antes e após ao IFRS mandatório (ou pelo menos têm menos impacto) e, de forma adaptativa, se habilitam a fazer parte do grupo de controle. A fim de que se possa analisar a relação através do *diffs-in-diffs*, o gráfico 1 procura demarcar os efeitos esperados sofridos entre o grupo de tratadas e controladas. Esta afirmação em torno dos efeitos econômicos entre US GAAP e IFRS já foi testada antes nas pesquisas de Leuz (2003) e Daske et al. (2006).

Tanto para Leuz (2003) e Daske et al. (2006), em suas pesquisas não encontraram diferenças significantes nos benefícios econômicos gerados entre as normas internacionais de contabilidade (IAS) e as normas adotadas nos Estados Unidos (US GAAP). Logo, são padrões que se equivalem, ambas carregam o mesmo nível de qualidade normativa (ver Gráfico 1). Conforme Daske et al. (2006), as empresas que adotam IFRS ou US GAAP não apresentam diferenças significativas no impacto econômico. Sendo assim, pode-se pressupor que empresas que adotaram voluntariamente o US GAAP antes do período mandatório do IFRS já haviam incorporado os mesmos benefícios econômicos de melhor padrão de contabilidade que as empresas que adotaram o IFRS somente no período obrigatório.

Para analisar um experimento natural, como já dito, se faz necessário dois grupos de empresa: o grupo de controle, este não afetado pela mudança, e um outro grupo de tratamento, afetado pelo evento exógeno (ver também quadro 5), sendo que o método com estimador de diferenças em diferenças controla as características não observáveis ao longo do tempo e, com isso, isola o EFEITO da política no grupo Tratado (WOOLDRIDGE, 2010).

GRÁFICO 1 - CRIAÇÃO DE VALOR E ADOÇÃO DO IFRS MANDATÓRIO



Fonte: Adaptado Carvalho (2014, p. 87)¹

Nota: A reta da parte superior indica as empresas do grupo de tratadas que sofreram variação na criação de valor (Δ) pelas normas IFRS e pelo tempo (variáveis não observáveis). A reta da parte inferior do gráfico representa o grupo de controle e, teoricamente, sofre apenas o efeito do tempo ou o efeito das variáveis não observáveis, conforme apresentado nos trabalhos de Carvalho (2014), Daske (2008) e Leuz (2003). Considerando a hipótese de pesquisa sobre a relação entre criação de valor e adoção do IFRS mandatário, é esperada relação positiva e significativa, ou seja, $\Delta' < \Delta$ e $\Delta > 0$. A variação Δ' equivale a um pequeno efeito do IFRS mandatário nas empresas do grupo de controladas que adotaram o US GAAP antes do período mandatário.

Para tanto, é necessário que sejam coletados dados antes e depois do evento exógeno, nos dois grupos analisados. A amostra então será composta por quatro grupos: Grupo de controle antes do IFRS, Grupo de Controle depois do IFRS, Grupo de Tratamento antes do IFRS e Grupo de Tratamento depois do IFRS (ver Quadro 5). Para melhor mensuração do resultado não será considerado o período voluntário do IFRS, visto que o objetivo deste trabalho é verificar o EFEITO sobre o IFRS mandatário, ou seja, a partir de 2010, para análise gráfica do período voluntário e mandatário (ver figura 2).

Para Wooldridge (2010, p. 426), a seguinte equação genérica estima o modelo de diferenças em diferenças:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 \times d_2 + \beta_2 \times d_B + \beta_3 \times (d_2 \times d_B) \quad (1)$$

Sendo:

Empresas do Grupo de Controle: **A**

Empresas do Grupo de Tratadas: **B**

$d2$ = Variável tempo *dummy* que atribui 1 para o segundo período de tempo (após a mudanças na lei [IFRS obrigatório]) e zero, caso contrário.

dB = Variável *dummy* que atribui 1 para o grupo de tratamento e zero, caso contrário.

Y = Variável dependente

Portanto, o estimador β_3 mede o EFEITO da decisão da mudança na política [IFRS mandatório], por controlar as características não observáveis no tempo. Ver ilustração no quadro 5.

QUADRO 5 - ILUSTRAÇÃO GRÁFICA DO ESTIMADOR *DIFFS-IN-DIFFS*

	Antes do IFRS	Depois IFRS	Após - Antes
Controle	β_0	$\beta_0 + \beta_1$	β_1
Tratamento	$\beta_0 + \beta_2$	$\beta_0 + \beta_1 + \beta_2 + \beta_3$	$\beta_1 + \beta_3$
Tratamento - Controle	β_2	$\beta_2 + \beta_3$	β_3

Fonte: adaptado de Wooldridge (2010, p. 427).

Portanto, após exposta a equação genérica do *Diff-in-Diff*, segundo Wooldridge (2010), é possível expor a equação 2, genérica, que analisará todos os modelos que serão estudados neste trabalhos:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 \times TEMPO + \beta_2 \times TRATAMENTO + \beta_3 \times EFEITO + \beta' \times VC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Assim, diz que:

Y é a variável estudada: esta será analisada tanto para criação de valor quanto risco da empresa.

- 1) Criação de Valor: será analisada em dois modelos propostos a partir das variáveis: Q de Tobin (Qtobin), e *Market-to-Book* (MTB);
- 2) Risco da empresa: esta variável será analisada a partir do Beta do ativo.

Outras variáveis da equação 2 que serão utilizadas nesta pesquisa:

TEMPO_i é a *dummy* que assume valor 1 para o período a partir de 2010, caso contrário assume zero (0). Esta variável é importante, visto que o fator tempo atribui mudanças, tanto no valor quanto no risco da empresa ao longo do tempo que não se pode atribuir ao Efeito IFRS.

TRATAMENTO_i é a *dummy* que assume valor 1 para todas as empresas que adotaram IFRS no período mandatório, caso contrário assume zero (0).

EFEITO_i é a multiplicação da variável **TEMPO** e **TRATAMENTO**. A *dummy* assume valor 1 quando a observação pertence ao período mandatório (TEMPO = “1”) e ao grupo de empresas tratadas (TRATAMENTO = “1”). Caso contrário, assume zero (0). Em linhas gerais obtém-se o efeito multiplicando a variável (**TEMPO_i x TRATAMENTO_i**). Esta variável é responsável no método diferenças em diferenças por controlar as características não observáveis pela variável TEMPO e, com isso, isolar e capturar o EFEITO da política no grupo das empresas Tratadas dentro da amostra.

VC_{i,t} Variáveis de Controle da ação da empresa *i* no período de tempo *t*. Em linhas gerais, correspondem ao Ativo, à Alavancagem, à Variação anual da receita líquida e à *dummy* de setor da empresa, segundo Economática. Estas serão melhor explicadas mais adiante, na seção 3.2.

Enquanto as variáveis Ativo e Receita Líquida podem controlar os ativos tangíveis, a *dummy* de setor é atribuída aos ativos intangíveis.

$\varepsilon_{i,t}$ É o termo de erro da empresa *i* no período de tempo *t*. Outras mudanças na criação de valor ou no risco da empresa tomadas como amostras são atribuídas a eventos de fenômenos não observáveis, capturados pela variável termo de erro.

Então, o modelo econométrico com estimador de diferenças em diferenças terá o seguinte desenho:

Grupo de Tratamento: Empresas que adotaram IFRS no período mandatório (a partir de 2010).

Grupo de Controle: empresas que adotaram US GAAP antes e após o período mandatório.

Variável de interesse: Efeito do IFRS mandatório na criação de valor e, de forma adicional, o risco das empresas Tratadas.

Mais detalhes sobre as variáveis dependentes e independentes serão detalhadas na seção 3.2.

A seguir, serão explanadas, sobre a amostra, as variáveis de interesse do estudo e variáveis de controle.

3.1 AMOSTRA

A fim de testar a hipótese proposta neste trabalho, serão analisadas empresas brasileiras não financeiras de capital aberto, listadas na BM&FBOVESPA, conforme sugere Silva (2013), pois as empresas financeiras e seguradoras prejudicam a análise da alavancagem. O período da amostra é de 2003 a 2014. Foi escolhido esse período de análise, visando adquirir informações robustas num período de 12 anos, assim como pela facilidade e disponibilidade de informações. Além disso, Horton e Serafeim (2013) afirmam que, ao analisar-se um período maior, tende-se a eliminar o efeito aprendizagem.

Para a seleção da amostra, foram consideradas as empresas com negociação de ações ativas na BM&F Bovespa, com índice de liquidez maior que 0,001. Assim como sugere Silveira (2002, p. 8; 2005, p. 100) e Lopes e Carvalho de Alencar (2010), “companhias com liquidez muito baixa possuem uma probabilidade menor de ter suas cotações adequadas ao valor de mercado”. Com isso, esta consequência poderia distorcer os resultados, porque essa baixa negociação poderia gerar observações com *outliers*, prejudicar a amostra e, posteriormente, a análise.

Considerou-se, para a aferição da liquidez das empresas, o indicador técnico do sistema Economática, conforme trabalhos de Lopes e Carvalho de Alencar (2010) e Silveira (2002, 2005):

$$Liq = 100 \frac{p}{P} \sqrt{\frac{n}{N} \times \frac{v}{V}}$$

Leia-se: **p** é o número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação dentro do período escolhido, **P** é o número total de dias do período escolhido, **n** é o número de negócios com a ação dentro do período escolhido, **N** é o número de negócios com todas as ações dentro do período escolhido, **v** é o volume em dinheiro com a ação dentro do período escolhido e **V** é o volume em dinheiro com todas as ações dentro do período escolhido. Foi feito um corte dentro do período analisado neste trabalho, entre 2003 e 2014, excluindo-se os

anos de 2008 e 2009, por se tratar do período de adoção voluntária, evitando-se, conforme Houge e Easton (2013), a contaminação da amostra pelo período voluntário. Também foram excluídas empresas que apresentam Receita Líquida negativa em algum ano da amostra. Por isso, a amostra considerada para esse estudo será de 72 empresas brasileiras. Os dados secundários serão obtidos do sistema Economática®, dos sítios eletrônicos da BM&FBOVESPA.

3.1.1 ROBUSTEZ DA AMOSTRA

Sabe-se que há uma preocupação para o tratamento de *outliers* nas amostras. Wooldridge (2010, p. 306) diz que as análises são influenciadas por *outliers*, a ponto de alterarem a significância do p-valor.

Seguindo o tratamento utilizado por Castro Junior e Yoshinaga (2012) para tratar *outliers* (observações extremas), serão utilizadas variáveis “*winsorizadas*”, por substituírem os extremos por observações imediatamente anteriores. Deste modo, 2% das observações foram consideradas extremas, sendo 1% para variação acima e 1% para variação abaixo. Esta técnica está em linha com o trabalho de Barnett e Lewis (1994, p. 41).

3.2 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS

3.2.1 VARIÁVEIS DEPENDENTES

Para testar a relação de criação de valor da firma: serão utilizadas duas variáveis, Qtobin e *Market-to-book*, conforme sugerido nos trabalhos de Kayo et al. (2006), de Teh, Kayo e Kimura (2008) e Motta et al. (2013). É esperado que haja entre o IFRS mandatório e a criação de valor relação positiva e significativa.

O Qtobin neste trabalho será calculado da seguinte forma: a razão entre a soma do passivo não circulante e o valor de mercado da Ação sobre o Ativo Total da empresa *i* no ano *t*. Representado no modelo por **QTOBIN**.

Market to Book: A razão entre valor de Mercado da ação dividido pelo valor patrimonial. Representado no modelo por **MTB**.

O objetivo de se mensurar o risco da empresa vem por três motivos: (1) conforme o trabalho de Aboody e Lev (1998), eles descobriram que o risco da empresa (Beta) tem relação direta com os ativos intangíveis. Essa relação se justifica, visto que os ativos intangíveis têm contribuído grandemente na criação de valor (soma dos ativos tangíveis e intangíveis), fazendo jus à relação esperada de maior risco exigir maior retorno (KAYO et al., 2006). (2) Vários autores têm testado o Beta (risco da empresa), por sua importância no cálculo do *Capital Asset Price Model* (CAPM). São eles: Maestri, Teruel e Ribeiro (2015); Castro Junior, Conceição e Santos (2011); Salmasi e Martelanc (2009); Carvalho de Alencar (2005); Silva e Quelhas (2006); Nardi et al. (2009) (3) O Beta tem relação inversa com a forma de se mensurar o valor, por exemplo, pelo método de fluxo de caixa descontado (DAMODARAN, 2007). Portanto, medir o risco (Beta) é uma forma mais sutil de se verificar a criação de valor, visto que quanto menor o risco maior o valor presente líquido atribuído a empresa.

Risco da Empresa (Beta):_O Beta do ativo neste trabalho é calculado e extraído da base de dados Economática. O Beta do ativo equivale à covariância do retorno da ação com retorno de mercado sobre a variância do retorno da carteira de mercado. A carteira de mercado adotada será o IBOVESPA, conforme trabalhos de Maestri, Teruel e Ribeiro (2015); Castro Junior, Conceição e Santos (2011); Salmasi e Martelanc (2009); Carvalho de Alencar (2005); Silva e Quelhas (2006); Nardi et al. (2009). Para essa análise, é esperada relação negativa e significativa com o impacto do IFRS mandatório sobre o Beta da ação.

3.2.2 VARIÁVEIS DE INTERESSE

As variáveis de interesse adotadas estão em linha com Wooldridge (2010), já demonstradas aqui na equação 1. Logo, conforme equação 2, as variáveis de interesse para esta pesquisa são TEMPO, TRATAMENTO e EFEITO, onde:

TEMPO_i é a *dummy* que assume valor 1 para o período a partir de 2010. Caso contrário, assume zero(0).

TRATAMENTO_i é a *dummy* que assume valor 1 para todas as empresas que adotaram IFRS no período mandatório e que não pertencem ao grupo de controle. Caso contrário, assume zero (0).

EFEITO_i é a multiplicação da variável **TEMPO** e **TRATAMENTO**. A *dummy* assume valor 1 quando a observação pertencer ao período mandatório (TEMPO = “1”) e ao

grupo de empresas tratadas (TRATAMENTO = “1”). Caso contrário, assume zero (0). Em linhas gerais, obtém-se o EFEITO multiplicando a variável ($TEMPO_i * TRATAMENTO_j$). Esta variável isola o EFEITO do IFRS mandatório por controlar as características não observáveis. Portanto, é especificamente a variável de interesse a qual conseguirá medir a relação do IFRS mandatório com a criação de valor e risco da empresa (BETA).

A fim de identificar quais empresas estão incluídas entre Empresas Tratadas e de Controle, segue a relação no quadro 6.

QUADRO 6 - RELAÇÃO DAS EMPRESAS DO GRUPO CONTROLADAS E TRATADAS

Empresas Controle					
AES Tiete	Cyrela Realt	Gafisa	Lupatech	São Carlos	Usiminas
Ambev S/A	Dasa	Gerdau	M. Diasbranco	Saraiva Livraria	Vale
Braskem	Ecorodovias	Gerdau Met	Marcopolo	Suzano Papel	Weg
BRF SA	Eletróbrás	Gol	Metal Leve	Telefônica Brasil	
CCR SA	Eletropaulo	Grendene	Natura	Tim Part. S/A	
Cemig	Embraer	Ideiasnet	Oi	Tractebel	
Celesc	Energias BR	Inds Romi	Pão de Açúcar	Tran Paulist.	
Cia Hering	Eternit	Iochp-Maxion	Petrobras	Triunfo Part.	
Copasa	Fibria	Light S/A	Rossi Resid	Tupy	
CPFL Energia	Forja Taurus	Lojas Renner	Sabesp	Ultrapar	
Empresas Tratadas					
Alpargatas	Coelce	Coteminas	Itausa	Pet Mangueiros	Randon Part
Bradespar	Comgas	Ferbasa	Kepler Weber	Plascar Part.	Sid Nacional
Cesp	Copel	Guararapes	Lojas Americanas	Raia Drogasil	Souza Cruz
					Unipar

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.2.3 VARIÁVEIS DE CONTROLE

Ativo Total, representando o tamanho da firma, equivale ao ativo tangível. O logaritmo neperiano do Ativo total. Representado no modelo por **TAMANHO**. Empresas maiores têm maior acesso ao capital, visto que pode ser facilmente mensurável por meio dos ativos da empresa. Com isso, é esperado que esta variável tenha relação positiva na criação de valor de mercado e que tenha relação negativa com o risco da empresa (Beta).

Alavancagem é a soma do passivo circulante com o passivo não circulante, dividido por Patrimônio Líquido. Representado no modelo por **ALAVANCAGEM**. Empresas mais endividadas incorrem em maiores custos devido à percepção de risco dos credores e acionistas. É esperado que esta variável tenha relação negativa na criação de valor e positiva no risco da empresa.

Receita líquida operacional: logaritmo neperiano entre a variação anual da receita líquida operacional da empresa i entre os anos t sobre $t-1$, representado no modelo por

CRESC RECEITA. Quanto maior for a variação positiva no crescimento anual da receita líquida operacional de um ano_t por ano_{t-1}, maior será o crescimento operacional da empresa naquele ano em que há maior variação anual positiva da receita líquida operacional. É esperado que esta variável tenha relação positiva com as variáveis de criação de valor e negativa no risco da empresa.

Dummies de Setor: representam todos os setores baseados nos setores da empresa econômica. A *dummy* assume valor 1 para as empresas pertencentes ao grupo do setor; caso contrário, assume valor zero (0). Desta forma, a pesquisa busca controlar características comuns às empresas de um mesmo setor e que as distinguem dos demais. Espera-se que *dummy* de setor capture a criação de valor dos ativos intangível, visto que o setor pode gerar um benefício futuro não financeiro (KAYO et al., 2006).

Após expostas todas as variáveis dependentes e independentes, é possível definir todos os modelos que atenderão os objetivos específicos desta pesquisa. Estes modelos serão declarados na seção 3.3.

3.3 MODELOS E ANÁLISE DA CURVA DE APRENDIZAGEM:

Conforme objetivos propostos para este trabalho, os modelos a seguir irão definir as equações que atenderão os objetivos específicos da pesquisa.

3.3.1 MODELO DE CRIAÇÃO DE VALOR

Para atender o objetivo de análise da relação do Efeito do IFRS na criação de valor positivo, serão considerados mais especificamente os Modelo 1 e Modelo 2:

Modelo 1:

$$QTOBIN = \beta_0 + \beta_1 \times TEMPO + \beta_2 \times TRATAMENTO + \beta_3 \times EFEITO + \beta' \times VC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Esse modelo tem, como variável dependente, Qtobin, que neste trabalho será calculado da seguinte forma: Passivo não Circulante somado ao Valor de Mercado da Ação; o resultado desta soma se divide pelo Ativo Total.

Modelo 2:

$$MTB = \beta_0 + \beta_1 \times TEMPO + \beta_2 \times TRATAMENTO + \beta_3 \times EFEITO + \beta' \times VC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

Esse modelo tem como variável dependente MTB (*Market to Book*), que é o valor de mercado da ação dividido pelo valor patrimonial.

3.3.2 MODELO DE RISCO DA EMPRESA

Para atender o objetivo de análise da relação do Efeito do IFRS no risco da empresa, tem-se o modelo 3.

Modelo 3:

$$BETA = \beta_0 + \beta_1 \times TEMPO + \beta_2 \times TRATAMENTO + \beta_3 \times EFEITO + \beta' \times VC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Esse modelo tem, como variável dependente, Beta, que neste trabalho será calculado da seguinte forma: covariância entre o Retorno do Ativo e do Mercado sobre a variância do Retorno do Mercado.

3.3.3 MODELO DE CURVA DE APRENDIZAGEM

Ball (2006) sugere que o IFRS tem um custo de aprendizagem para o mercado aprender as novas normas, pois o mercado não possui uma referência histórica. Horton e Serafim (2013) constataram que a adoção das normas do IFRS apresentou uma curva de aprendizagem crescente ao longo dos anos para o mercado. Seguindo o modelo proposto por Horton e Serafim (2013), será analisado o comportamento do IFRS ao longo do período, por analisar janelas de implantação do IFRS mandatório de 2 anos, 3 anos, 4 anos, além do período já considerado na pesquisa de 5 anos. Esta janela de amostra será testada nos quatro modelos adotados na pesquisa. E espera-se que, nos primeiros anos, o mercado não capture corretamente as informações, mas que, ao longo do período (janelas de anos analisados), o mercado consiga capturar os benefícios do IFRS e as empresas sejam capazes de colher estes benefícios, tanto por reduzirem o risco quanto por criarem valores positivos, conforme os três modelos propostos são capazes de mensurar.

4 ANÁLISES DOS RESULTADOS

Nesta seção serão apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis independentes: Tamanho da empresa, Variação do Crescimento anual da Receita e a Alavancagem. Em seguida, serão apresentadas análises mais robustas do que a estatística descritiva, por meio do método de diferenças em diferenças (*diffs-in-diffs*). Para tanto, há três modelos propostos: Nos modelos 1 e 2 será testada a hipótese principal de criação de valor positivo. Sendo que, no modelo 1, procura-se capturar a informação de criação de valor através do Q de Tobin (Qtobin). Já no modelo 2, *Market to Book* (MTB), e no modelo 3, será testado o risco da empresa. Neste modelo 3, será avaliado o impacto das Normas IFRS sobre o risco das empresas, que será capturado pela variável Beta. Com isso, a seção apresenta a análise dos tipos de relações e a significância de cada variável em cada modelo utilizado.

4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

A estatística descritiva das empresas que adotaram IFRS no período mandatório, chamadas aqui de Empresas Tratadas, está estimada na tabela 1:

TABELA 1 - ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS EMPRESAS DE TRATAMENTO

Variável	Período: 2003 - 2007			Período: 2010 - 2014		
	Média	Mediana	D.P	Média	Mediana	D.P
TAMANHO	15,02	14,76	1,87	15,70	15,30	1,65
CRESC RECEITA	0,16	0,14	0,28	0,16	0,12	0,34
ALAVANCAGEM	0,30	0,35	1,24	0,36	0,10	1,21
BETA	0,58	0,50	0,28	0,58	0,51	0,25
QTOBIN	1,27	0,89	0,88	1,52	1,07	1,31
MTB	3,01	2,00	3,51	3,00	1,70	4,13

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: **Empresas de Tratamento são aquelas que adotaram o padrão IFRS no período mandatório, ou seja, a partir de 2010, e não haviam adotado nenhum outro padrão equivalente de demonstrativo financeiro nos moldes internacionais, por exemplo, US GAAP.**

Todas as variáveis – TAMANHO, ALAVANCAGEM, CRESC RECEITA, BETA (risco da empresa), QTOBIN e MTB (*Market to Book*) – correspondem a valores/indicadores anuais. Quando necessário, as variáveis extraídas estão com valores em Reais Milhões, extraídos a partir da base de dados da empresa Economática ®. A variável TAMANHO (Ativo Total) está calculada em logaritmo natural ou logaritmo neperiano. Período analisado 2003 - 2007 e 2010 - 2014. “Empresas Controladas” se refere às que adotaram padrão US GAAP anterior a 2008. “Empresas Tratadas” se refere às empresas que adotaram IFRS no período mandatório, a partir de 2010.

A Tabela 1, estatística descritiva, mostra que, no período analisado, antes e após o período mandatório da adoção do IFRS, algumas variáveis de captura de criação de valor apresentam crescimento positivo, enquanto outras chegam a apresentar crescimento negativo: A variável **Beta** apresenta média e mediana de 0,58 e 0,50 e, após adoção do IFRS, 0,58 e

0,51, sugerindo que, em média, não houve alto impacto sobre o Beta, pois apresenta uma pequena alta 0,01 ponto percentual na mediana. Esta alta do Beta gera uma alta no custo de capital próprio. Esta informação apresenta piora no desempenho, visto que houve aumento de 0,01 ponto percentual na mediana. Já para a análise de outra variável, **Qtobin**, o crescimento é positivo. Quando se observa o **Q de Tobin (Qtobin)** no primeiro período, com média de 1,27 e mediana 0,89, e após período mandatório, com média e mediana de 1,52 e 1,07, o resultado é que o desempenho melhora, pois esta variação sugere crescimento de cerca de 19,7% e 20,2%, respectivamente, para média e mediana. O **MTB (Market to Book)** apresenta média e mediana antes e após período mandatório de 3,01 e 2,00 contra 3,0 e 1,70. Esta variável (MTB) praticamente não apresenta alteração no indicador média, enquanto a mediana apresenta crescimento negativo de -15,0%.

Estas são as primeiras evidências neste trabalho de que a adoção de IFRS no período mandatório apresentou impacto no desempenho das companhias, ora positivo, ora negativo. Estas mudanças, principalmente as positivas, ocorreram por terem gerado maior evidenciação e mensuração contábil financeira, e também pela maior capacidade de comparabilidade das empresas, facilitando a melhor seleção de ativos pelos analistas e mercado em geral. A análise descritiva sugere que as empresas tratadas colheram os primeiros benefícios por mitigarem a assimetria de informação, demonstrando, pelo menos com a variável Qtobin, criação de valor positivo. (REZENDE; ALMEIDA; LEMES, 2015; BUSHMAN; SMITH, 2001, 2003).

A estatística descritiva das empresas Controladas, que adotaram o padrão US GAAP nas suas demonstrações financeiras no período anterior a 2008, está estimada na tabela 2:

TABELA 2 - ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS EMPRESAS CONTROLADAS

Variável	Período: 2003 - 2007			Período: 2010 - 2014		
	Média	Mediana	D.P	Média	Mediana	D.P
TAMANHO	15,00	14,84	1,60	16,05	16,07	1,39
CRESC RECEITA	0,23	0,14	0,31	0,13	0,10	0,23
ALAVANCAGEM	0,61	0,41	0,99	0,65	0,52	0,93
BETA	0,59	0,55	0,28	0,66	0,59	0,30
QTOBIN	1,39	1,12	1,01	1,25	0,95	0,88
MTB	3,03	2,13	2,79	2,36	1,60	2,47

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: Empresas Controladas são aquelas que adotaram US GAAP no período anterior a 2008. Este grupo de empresa representa aquelas que não sofrem o efeito com o evento exógeno, do IFRS, visto que o padrão US GAAP e IFRS se equivalem (LEUZ, 2003; DASKE, 2006; CARVALHO, 2014).

Todas as variáveis – TAMANHO, ALAVANCAGEM, CRESC RECEITA, BETA (risco da empresa), QTOBIN e MTB (*Market to Book*) – correspondem a valores/indicadores anuais. Quando necessário, as variáveis extraídas estão com valores em Reais Milhões, extraídos a partir da base de dados da empresa Economática®. A variável TAMANHO (Ativo Total) está calculada em logaritmo natural ou logaritmo neperiano. Períodos analisados: 2003 - 2007 e 2010 - 2014. “Empresas Controladas” se refere às que adotaram padrão US GAAP anterior a 2008. “Empresas Tratadas” se refere às empresas que adotaram IFRS no período mandatório, a partir de 2010.

Destaca-se que o grupo de empresas controladas apresentou queda na variação do Qtobin (de 1,39 para 1,25, a média variou cerca de -10,1%), diferente do apresentado pelas empresas tratadas, em que o Qtobin apresentou aumento da criação de valor positivo.

O **Beta** que mede o impacto no risco da empresa e deve apresentar variação negativa, como indicador de desempenho positivo na criação de valor, apresentou alta bem mais expressiva no grupo de empresas controladas. Durante o tempo que o grupo de tratadas apresentou pequeno aumento de 0,01 ponto percentual na mediana (de 0,50 para 0,51), o grupo de controladas saiu de 0,55 para 0,59, cerca de 0,09 ponto percentual. Em termos gerais, o desempenho das empresas tratadas foi melhor em relação às empresas controladas, e a análise do Beta também evidencia esta descrição.

A variável **Qtobin** apresentou coeficientes de 1,39 e 1,12 e, após IFRS mandatório, apresentou 1,25 e 0,95, respectivamente média e mediana, que em termos percentuais equivalem, aproximadamente, a uma queda no desempenho, de -10,0% e -15,20%, entre os períodos analisados. Segundo Famá e Barros (2000), o Qtobin maior que 1 representa incentivo para investir e, conforme notado na mediana no período pós mandatório, é de 0,95, inferior a 1. Esta sinalização indica que as empresas controladas não agregaram mais em poder de comparabilidade, visto que, antecipadamente já haviam adotado outro padrão internacional, US GAAP, e já haviam embutido os ganhos com a mitigação da assimetria de informação na criação do valor (CARVALHO, 2014; DASKE, 2006).

Em ambos os grupos, houve desempenho negativo na variável **MTB** (*Market to Book*), porém menos expressivo para as empresas do grupo das tratadas. Por um lado, o grupo

das tratadas apresentou desempenho negativo de -15% (de 2,0 para 1,70) na mediana, enquanto que, por outro, o grupo das controladas obteve variação negativa de -24,9% (de 2,13 para 1,60).

Outra forma de constatar que as empresas tratadas passaram a ser melhor avaliadas pelo mercado, aumentando o poder de comparabilidade dos seus demonstrativos financeiros, é constatando outras variáveis, variáveis de controle, que evidenciam também o desempenho das empresas.

A variável de controle que apresenta uma disparidade é o **Crescimento da Receita (CRESC RECEITA)**. Enquanto o grupo de empresas controladas sofreu, em média, queda de -43,47% (de 0,23 para 0,13), as empresas tratadas mantiveram, em média, a mesma receita entre os momentos antes e após período mandatório, ou seja, de 0,16 para 0,16 nos períodos antes e após IFRS mandatório.

Entretanto, deve-se lembrar que, em 2008, houve a crise do *subprime* americano, que, de forma sistêmica, atingiu todas as empresas em âmbito mundial. Segundo Silva (2013), esse período corresponde a julho de 2008 até maio de 2009. Se, por um lado, esta crise talvez responda, em parte, à queda sofrida no Crescimento da Receita das empresas controladas, por outro lado as empresas tratadas não foram impactadas em seu operacional a ponto de diminuir a variação anual das receitas, o que reflete uma constatação externa de que estas empresas, grupo das tratadas, obtiveram ganhos por melhor evidenciação e comparabilidade, ou seja, melhores informações contábeis padronizadas e confiáveis. O mesmo raciocínio se pode adotar para as outras análises, em que houve melhor desempenho das empresas do grupo de tratadas em relação às empresas do grupo de controladas. Pode-se, inclusive, sugerir que empresas com maior evidenciação contábil também tendem a interpretar o mercado e se antecipar adequadamente a períodos de crise sistêmicas, diminuindo o efeito negativo das crises (SILVA, 2013; GAPARINI, 2015).

Observa-se que, de forma geral e descritiva, as empresas tratadas após adotarem o IFRS mandatório passaram a usufruir de benefícios colhidos da mitigação da assimetria de informação por meio de relatórios financeiros que apresentavam melhores características, tanto de reconhecimento quanto de evidenciação e mensuração (GASPARINI, 2015; CATTY, 2013; BUSHMAN, SMITH, 2001). No entanto, as estatísticas descritivas não possuem o poder de explicação robusto e, portanto, faz-se necessário analisar de forma mais atenta este desempenho por meio do método de diferenças em diferenças. Esta metodologia é capaz de isolar o efeito que se deseja capturar através da comparação do grupo de tratamento com o

grupo de controle e, com isso, constatar se a adoção mandatória do IFRS (efeito capturado) influencia positivamente na criação de valor das companhias.

As seções seguintes irão aprofundar mais esse assunto. Primeiro, será feita a análise de correlação das variáveis e, em seguida, o método de diferenças em diferenças.

4.2 MATRIZ DE CORRELAÇÃO

Com o intuito de entendermos previamente a relação entre as variáveis estudadas, é apresentada na Tabela 2 a Matriz de Correlação.

TABELA 2 - MATRIZ DE CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS DEPENDENTES E INDEPENDENTES

TAMANHO	CRESC RECEITA	ALAV	BETA	QTOBIN	MTB	
1,00	-0,06	-0,01	0,52	-0,12	-0,12	TAMANHO
	1,00	0,03	-0,08	0,07	0,04	CRESC RECEITA
		1,00	0,12	-0,12	0,19	ALAVANCAGEM
			1,00	-0,24	-0,15	BETA
				1,00	0,75	QTOBIN
					1,00	MTB

Fonte: Elaborada pelo autor

Nota: Coeficientes de correlação, usando todas as observações 1:02 - 72:10

5% valor crítico (bicaudal) = 0,0770 para n = 649

As variáveis independentes são: **Tamanho**, **Cresc Receita** e **Alavancagem**. A relação das variáveis independentes analisadas no estudo pode ser interpretada como fraca. Com isso, pode-se observar a independência destas variáveis, demonstrando assim que, em conjunto, conseguem explicar a variação das dependentes para mensuração da criação de valor positivo, que neste estudo são capturadas por **Qtobin** e **Market To Book**.

Algumas variáveis independentes apresentam comportamento inversamente proporcional com as variáveis dependentes. Por exemplo, **Tamanho** e **Alavancagem** em relação ao **Qtobin**. No caso da alavancagem, em parte, pode ser explicado como o mercado precificando maior risco entre os agentes (SILVEIRA, 2010; SILVEIRA, 2015). Pode haver a

interpretação de que se esteja operando acima do valor ótimo da empresa e existam maiores riscos de expropriação dos agentes (NAKAMURA et al., 2007, p. 74).

É apresentada na tabela de correlação a relação positiva entre o **Beta** e **Alavancagem**. Este resultado está em linha com o esperado, visto que, quanto maior a **Alavancagem**, maior será o risco da empresa (NAKAMURA et al., 2007). A mesma análise pode ser observada entre o **Beta** contra **Qtobin** e **Market to Book (MTB)**. Estas relações se apresentam negativas em linha com o esperado.

Já a variável Crescimento da Receita (**CRESC RECEITA**) apresenta relação positiva para todas as variáveis dependentes que capturam criação de valor. Este fato está em acordo com o esperado, visto que, se a empresa cresce operacionalmente, há relação direta e positiva na criação de valor positivo. Ao mesmo tempo, observa-se a relação inversa com a variável **Beta**, evidenciado outro movimento esperado de diminuição do risco, a partir do sinal negativo do **Beta** em relação ao aumento da variação positiva do crescimento da receita (**CRESC RECEITA**).

4.3 ANÁLISES DOS MODELOS DE REGRESSÃO

Nesta subseção, serão apresentados os resultados da regressão com estimadores de diferenças em diferenças entre os três modelos. O modelo 1 tem como variável dependente Q de Tobin, ou seja, mede se houve criação de valor positivo expresso por **Qtobin**. No modelo 2, que tem como variável dependente *Market to Book*, expresso por **MtB**, **também se objetiva analisar a criação de valor positivo**. O Modelo 3 tem como variável dependente o **Beta**. Este tem um objetivo adicional de verificar se houve relação negativa do IFRS mandatório no risco do ativo. Esses três modelos são analisados por meio do método com estimador *diffs-in-diffs*, em conjunto com as variáveis de controle, a fim de verificar empiricamente o efeito da adoção do IFRS mandatório na criação de valor positivo, medido tanto pelo *Qtobin* quanto pelo *Market to book*, além de se tentar avaliar se houve relação negativa do IFRS no risco do ativo. O risco do ativo será medido com auxílio da variável **Beta**. Adicionalmente ao modelo econométrico, com dados em painel com estimador *diffs-in-diffs*, apenas para efeito de comparação, serão explicitados os resultados em mínimo quadrado ordinário (MQO). Além dos três modelos propostos será analisada a curva de aprendizagem do mercado para com a adoção do IFRS mandatório pelas empresas. A curva de

aprendizagem será testada em janelas de tempo, antes e após o IFRS mandatório, de 1 ano, 2 anos, 3 anos e 4 anos, além da janela de 5 anos que já é tratada nos objetivos desta pesquisa.

4.4 ANÁLISE DOS RESULTADOS MODELO DE DIFERENÇAS EM DIFERENÇAS

Esta seção procura indicativos probabilísticas quanto à capacidade do IFRS mandatório ter relação com a criação de valor positivo. Para avaliar esta relação, serão utilizadas as variáveis Q de Tobin e *Market to Book*, respectivamente modelos 1 e 2. Ainda nesta seção, de forma complementar, será testado se há relação negativa com o risco da empresa e o impacto do IFRS mandatório. Para tanto, será utilizada a variável Beta para medir o risco, modelo 3. Primeiramente será analisado o modelo 1, na sequência modelo 2 e, em seguida, modelo 3.

TABELA 3 - REGRESSÃO EFEITO ALEATÓRIO (GLS) E MÍNIMO QUADRADO ORDINÁRIO (MQO) - QTOBIN

MODELO: Variáveis	Efeito Aleatório		MQO	
	QTOBIN	dp	QTOBIN	dp
Constante	1,9655 ***	0,76	2,420 ***	0,40
TAMANHO	-0,0467	0,05	-0,082 ***	0,03
CRESC RECEITA	0,2129 **	0,09	0,164	0,13
ALAVANCAGEM	-0,1824 ***	0,03	-0,105 ***	0,03
TEMPO	-0,0954	0,08	-0,081	0,09
TRATAMENTO	-0,2731	0,23	-0,285 **	0,11
EFEITO	0,4115 ***	0,11	0,445 ***	0,15
ALIMENTOS E BEBIDAS	0,9438 *	0,56	1,047 ***	0,21
COMÉRCIO	1,1905 **	0,47	1,148 ***	0,17
CONSTRUÇÃO	-0,1764	0,55	-0,142	0,20
ENERGIA ELÉTRICA	0,0257	0,38	0,087	0,14
MÁQUINAS INDUSTRIAIS	0,2854	0,64	0,322	0,23
MINERAÇÃO	0,6116	0,88	0,778 **	0,33
MINERAIS NÃO METÁLICOS	-0,1928	0,86	-0,184	0,31
OUTROS	0,3543	0,40	0,441 ***	0,15
PAPEL e CELULOSE	-0,0910	0,65	-0,020	0,24
PETRÓLEO e GÁS	0,3202	0,56	0,375 *	0,21
QUÍMICA	0,0627	0,56	0,124	0,21
SIDERURGIA e METALURGIA	-0,0944	0,41	-0,064	0,15
TELECOMUNICAÇÕES	-0,1021	0,57	0,014	0,21
TEXTIL	0,5193	0,47	0,538 ***	0,17
TRANSPORTES SERVIÇOS	0,6303	0,51	0,657 ***	0,19
N. Obs.	682		682	

Fonte: Elaborada pelo autor

Nota: Modelo 1: variável dependente QTOBIN. Modelo de análise diferenças em diferenças com dados organizados em painel efeito aleatório e MQO com dados em *cross section*.

Todas as variáveis – TAMANHO, ALAVANCAGEM, CRESC RECEITA, BETA (risco da empresa), QTOBIN e MTB (*Market to Book*) – correspondem a valores/indicadores anuais. As variáveis extraídas estão com valores em Reais Milhões, extraídos a partir da base de dados da empresa Economática®. A variável TAMANHO (Ativo Total) está calculada em logaritmo natural ou logaritmo neperiano. Períodos analisados: 2003 - 2007 e 2010 - 2014. “Grupo de empresas controladas” se refere às que adotaram padrão US GAAP anterior a 2008. “Grupo de empresas Tratadas” se refere às empresas que adotaram IFRS no período mandatário, a partir de 2010.

A variável dependente neste modelo é o **QTobin**. As variáveis de controle são: **Tamanho**, que corresponde ao logaritmo neperiano do Ativo da empresa; **Cresc Receita**, que corresponde à variação anual da Receita líquida; e **Alavancagem**, que corresponde à estrutura de capital da empresa, passivo circulante e passivo não circulante, dividido pelo patrimônio líquido.

A variável **Tempo** é uma *dummy*, sendo 1 para o período a partir de 2010 e 0, caso contrário. A variável **Tratamento** é uma *dummy*, sendo 0 para empresas que emitem demonstrativos financeiros no padrão US GAAP antes de 2008 e 1, caso contrário. E a variável de interesse analisada corresponde a **Efeito**, que equivale a uma *dummy* resultante da multiplicação entre as variáveis Tempo e Tratamento. Esta variável captura o efeito do modelo com estimador diferenças em diferenças. As **outras variáveis** correspondem às *dummies* do setor, sendo 1 para empresas pertencentes ao setor e 0, caso contrário.

*, ** e *** denotam significância aos níveis de 10%; 5% e 1%, respectivamente.

No que tange aos resultados apresentados pela variável de interesse explicativa EFEITO, que captura por meio do método com estimadores diferenças em diferenças o efeito do IFRS no período mandatório, a fim de verificar se foi criado valor positivo, este resultado apresenta relação positiva e significativa estatisticamente ao nível de 1% para a variável dependente QTOBIN, conforme tabela 3. Logo, pode-se rejeitar Hipótese 1: H_0 por se demonstrar que o IFRS mandatório impactou positivamente e de forma significativa estatisticamente na criação de valor positivo, mensurado aqui pela variável QTOBIN. O mesmo resultado foi também encontrado para o modelo que utiliza MQO, onde também é apresentada variação positiva com significância estatística de 1%, conforme apresentado na tabela 3. Como pode-se prever, o custo de capital próprio e o valor da empresa têm relação inversa. Este resultado está em linha com pesquisas que encontraram relação negativa entre custo de capital próprio e adoção do IFRS no Brasil (SILVA, 2013; GASPARINI, 2015) e na Europa (LI, 2010).

Conforme já foi explicitado em Lambert, Leuz e Verrecchia (2006), a alta qualidade da informação contábil impacta de forma a diminuir o custo de capital próprio. Isto gera dois efeitos: direto e indireto. Em um dos efeitos, mais especificamente o efeito indireto, há impacto positivo na criação de valor a partir da alta qualidade das informações financeiras. Logo, os resultados desta pesquisa estão em linha com a teoria destes autores. E, posteriormente, na pesquisa de Daske (2008), que investigou a partir dos dados em 26 países o impacto do IFRS na criação de valor, mais especificamente na variável Qtobin, encontrou-se efeito positivo, porém não foi possível constatar a significância do achado, talvez por conta do efeito da curva de aprendizagem para o mercado (BALL, 2006). Ocorre que a tabela 3, com resultados desta pesquisa, com janela de cinco anos antes e após o IFRS mandatório, elimina esse problema da curva de aprendizagem e, desta forma, consegue-se demonstrar que o IFRS mandatório impacta positivamente a criação de valor, assim como espera a literatura.

Com intuito de procurar estabelecer de forma preliminar a grandeza do impacto do IFRS na variável Qtobin, será feita uma análise a partir dos resultados do coeficiente da *dummy* EFEITO com estimadores *diffs-in-diffs*. O indicador Qtobin é medido nesta pesquisa pela soma do valor de mercado (VMA) e passivo não circulante (PNC). Esse resultado (*book*) é dividido pelo ativo total. Isso nos diz que, se esse *book* (VMA + PNC) indicar um tamanho acima do ativo total, o Qtobin apresentará valor acima de 1. Esse resultado acima de 1 indica que o mercado faz a seguinte leitura: para o grupo de amostras não probabilísticas, mantendo-se as outras variáveis do modelo fixas, a variável EFEITO, que captura impacto do IFRS

mandatário, gerou um efeito parcial, em média de 0,4115 unidades de Qtobin. Por exemplo, se o Qtobin anterior ao IFRS apresenta valor de 1,27 após o IFRS deverá apresentar valor de 1,6815 unidades de Qtobin.

Desta forma, tendo em mente a relação de Qtobin 1,27 com, por exemplo, uma relação 6.350/5.000 (valores monetários simulados) gerando o Qtobin de 1,27 e considerando que se mantenha as outras variáveis fixas, seria como se o efeito parcial do IFRS mandatário impactasse da seguinte forma: Se o ativo total (denominador) variar de 5.000 (antes do IFRS mandatário) para 6.000 (após IFRS mandatário) o book (VMA + PNC) deverá apresentar valor em média de 10.089 (numerador) gerando o Qtobin de 1,6815, ou seja, este cenário simulado variou em média 0,4115 unidades de Qtobin.

Apesar destas análises de grandeza gerarem, em média, o efeito do impacto do IFRS mandatário no Qtobin, tem-se que, por se tratar de uma amostra não probabilística, essas grandezas não podem ser representativas para a população inteira da amostra. Outra observação que se faz é que a crise do *subprime* americano, período entre julho de 2008 e maio de 2009 (SILVA, 2013), atingiu de forma sistêmica o mercado, e esse fenômeno pôde ter influenciado os resultados (coeficientes). Logo, mesmo não utilizando os anos do período voluntário de 2008 e 2009 dentro do grupo de amostra, os resultados podem ter sofrido influência desta crise sistêmica (SILVA, 2013), comprometendo a análise de grandeza feitas dentro deste grupo de amostras. Outro ponto que se deve levar em consideração é que a adaptação do grupo de controle (ver gráfico 1) para o método *diffs-in-diffs* pode estar influenciado os estimadores de diferenças em diferenças e os valores expostos nos coeficientes não representam com total assertividade as grandezas. Porém fica claro que há efeito positivo e significativo estatisticamente a 1% do IFRS mandatário no grupo de amostras para o Qtobin, demonstrando criação de valor positivo.

Para se sustentar esses achados da criação de valor positivo (Qtobin), tem-se que as variáveis de controle estão de acordo com o esperado. Na Alavancagem, tem-se o coeficiente negativo com 1% de significância estatística e variável Crescimento da Receita (Cresc Receita) com sinal positivo com 5% de significância estatística.

Já os setores que influenciaram positivamente o Qtobin são: Alimentos e Bebidas; e Comércio, apresentando significância estatística de 10% e 5%, respectivamente.

Como já dito, a criação de valor se dá pela somatória dos ativos tangíveis e intangíveis e, segundo Teh, Kayo e Kimura (2008), uma forma que as empresas criam benefícios não financeiros (intangíveis) pode ser constatado através do setor de atuação delas.

Este trabalho procurou medir o impacto dos vários setores na criação de valor positivo das empresas, e foi constatado, conforme modelo 1, tabela 3, pelo método *diffs-in-diffs*, que os setores de alimentos e bebidas (10%) e comércio (5%) capturaram valor positivo e significativo estatisticamente, de acordo com o esperado do conceito de ativos intangíveis. Ainda através do método econométrico por MQO, tabela 3, foi constatada criação de valor positivo e significância estatística também para os setores de mineração, minerais não metálicos, petróleo e gás, têxtil e transportes e serviços.

TABELA 4 - REGRESSÃO EFEITO ALEATÓRIO (GLS) E MÍNIMO QUADRADO ORDINÁRIO (MQO) - MTB

MODELO: Variáveis	Efeito Aleatório		MQO		dp
	MTB	dp	MTB	dp	
Constante	1,3806	2,09	3,433 ***	1,16	
TAMANHO	0,0638	0,13	-0,090	0,08	
CRESC RECEITA	0,3246	0,22	0,149	0,39	
ALAVANCAGEM	0,3439 ***	0,07	0,588 ***	0,10	
TEMPO	-0,7658 ***	0,19	-0,704 ***	0,25	
TRATAMENTO	-0,1393	0,71	-0,165	0,33	
EFEITO	0,7086 ***	0,26	0,882 **	0,44	
ALIMENTOS E BEBIDAS	1,4985	1,72	1,880 ***	0,60	
COMÉRCIO	5,6621 ***	1,45	5,670 ***	0,50	
CONSTRUÇÃO	-0,5159	1,72	-0,346	0,59	
ENERGIA ELÉTRICA	-0,3279	1,18	-0,092	0,41	
MÁQUINAS INDUSTRIAIS	0,7049	1,99	0,833	0,66	
MINERAÇÃO	0,4210	2,70	1,138	0,93	
MINERAIS NÃO METÁLICOS	-0,2804	2,66	-0,307	0,89	
OUTROS	1,0824	1,25	1,456 ***	0,44	
PAPEL e CELULOSE	-1,0463	2,01	-0,730	0,68	
PETRÓLEO e GÁS	-0,4237	1,73	-0,188	0,59	
QUÍMICA	-0,6118	1,72	-0,313	0,61	
SIDERÚRGIA e METALÚRGIA	-0,1990	1,28	-0,156	0,43	
TELECOMUNICAÇÕES	-0,7249	1,74	-0,244	0,60	
TEXTIL	0,7186	1,46	0,760	0,49	
TRANSPORTES SERVIÇOS	1,3133	1,57	1,634 ***	0,57	
N. Obs.	665		665		

Fonte: Elaborada pelo autor

Nota: Modelo 2: variável dependente MTB (*market to book*). Modelo de análise diferenças em diferenças com dados organizados em painel efeito aleatório e MQO com dados em *cross section*.

Todas as variáveis – TAMANHO, ALAVANCAGEM, CRESC RECEITA, BETA (risco da empresa), QTOBIN e MTB (*Market to Book*) – correspondem a valores/indicadores anuais. As variáveis extraídas estão com valores em Reais Milhões, extraídos a partir da base de dados da empresa Economática®. A variável TAMANHO (Ativo Total) está calculada em logaritmo natural ou logaritmo neperiano. Períodos analisados: 2003 - 2007 e 2010 - 2014. “Grupo de empresas Controladas” se refere às que adotaram padrão US GAAP anterior a 2008.

“Grupo de empresas Tratadas” se refere às empresas que adotaram IFRS no período mandatório, a partir de 2010.

A variável dependente neste modelo é o **MTB**. As variáveis de controle são: **Tamanho**, que corresponde ao logaritmo neperiano do Ativo da empresa; **Cresc Receita**, que corresponde à variação anual da Receita líquida; **Alavancagem**, que corresponde à estrutura de capital da empresa passivo circulante e passivo não circulante, dividido pelo patrimônio líquido.

A variável **Tempo** é uma *dummy*, sendo 1 para o período a partir de 2010 e 0, caso contrário. A variável **Tratamento** é uma *dummy*, sendo 0 para empresas que emitem demonstrativos financeiros no padrão US GAAP antes de 2008 e 1, caso contrário. E a variável de interesse analisada corresponde ao **Efeito**, que equivale a uma *dummy* resultante da multiplicação entre as variáveis Tempo e Tratamento. Esta variável captura o efeito do modelo com estimador diferenças em diferenças. As **outras variáveis** correspondem às *dummies* do setor, sendo 1 para empresas pertencentes ao setor e 0, caso contrário.

*; ** e *** denotam significância aos níveis de 10%; 5% e 1%, respectivamente.

Modelo 2: MTB (*Market to Book*) como variável dependente:

$$MTB = \beta_0 + \beta_1 * TEMPO + \beta_2 * TRATAMENTO + \beta_3 * EFEITO + \beta' VC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

H₀: (hipótese nula): A adoção do IFRS mandatório não impacta a criação de valor das empresas.

O modelo 2, na tabela 4, procurou verificar se houve criação de valor positivo, utilizando como variável dependente o *Market to Book* (MTB). Esta variável representa a percepção do mercado em relação ao valor patrimonial. A tabela 4 mostra que a regressão em painel com estimadores *diffs-in-diffs* por meio da variável EFEITO capturou que o IFRS mandatório tem relação positiva (0,7080) e significativa estatisticamente a 1%. Sendo assim, pelo método *diffs-in-diffs* com dados em painel, foi isolado o efeito positivo na variável MTB (*Market to Book*). Mais uma vez o Método econométrico de *diffs-in-diffs* conseguiu isolar um efeito esperado do IFRS mandatório com relação à criação de valor positivo e significativa estatisticamente a 1% por meio da variável *Market to Book*. E a análise com os dados em *cross section* pelo método do MQO também resultou na relação positiva e significância estatística ao nível de 5%.

Este resultado está em linha com a pesquisa de Ferreira et al. (2015), que encontraram efeito positivo e com significância estatística de 5%. Os mesmos autores sugeriram que novas pesquisas testassem novamente esta relação, porém em métodos como *diffs-in-diffs*. Logo, conforme tabela 5, além de capturar efeito positivo, apurou-se que houve melhor significância estatística, ou seja, de 1% superior aos 5% capturado por Ferreira et al. (2015). O efeito encontrado por Ferreira et al. (2015) está em linha ao que foi capturado na mesma tabela 4, utilizando o MQO, onde o efeito é demonstrado positivo com significância estatística de 5%. Portanto, com o método *diffs-in-diffs*, obteve-se resultado com maior significância estatística ao nível de 1%.

Assim como no modelo 1 e com mesmo intuito de procurar estabelecer de forma preliminar a grandeza do impacto do IFRS no MTB (modelo 2, tabela 4), será feita uma análise a partir dos resultados do coeficiente da *dummy* EFEITO com estimadores *diffs-in-diffs*. O indicador MTB é medido, nesta pesquisa, pela divisão do valor de mercado (VMA) pelo valor patrimonial (VPA). Isso nos diz que, se VMA indicar um tamanho acima do VPA, o MTB apresentará valor acima de 1. Esse resultado acima de 1 indica que o mercado faz a seguinte leitura: Para o grupo de amostras não probabilísticas mantendo-se as outras variáveis do modelo fixas a variável EFEITO, que captura impacto do IFRS mandatório, gerou, um efeito parcial, em média de 0,7086 unidades de MTB de impacto positivo com significância estatística de 1% na variável dependente MTB. Desta forma, tendo em mente a relação, inicial antes do IFRS com MTB de 3,01 como, por exemplo, numa relação 3.000/996,65 (valores monetários simulados) gerando o MTB de 3,01, e ainda, considerando que se mantenha as outras variáveis fixas, seria como se o efeito parcial do IFRS mandatório impactasse, em média, da seguinte forma: Se o VPA (denominador) variar de 996,65 (antes do IFRS mandatório) para 1.996,65 (após IFRS mandatório) o VMA deverá apresentar valor em média de 7.424,91 (numerador) gerando o MTB de 3,72, ou seja, este cenário simulado variou em média 0,7086 unidades de MTB.

Assim como na análise da grandeza do Tobin (modelo 1), esta análise de grandeza do modelo 2, apesar de representar, em média, o efeito do impacto do IFRS mandatório no MTB, tem-se que, por se tratar de uma amostra não probabilística, essas grandezas não podem ser representativas para a população inteira da amostra. Entretanto, a regressão estabelece que houve relação positiva e significativa estatisticamente do efeito do IFRS na variável MTB, demonstrando criação de valor positivo.

Quanto às variáveis de controle, a alavancagem apresentou relação positiva e significativa estatisticamente, porém, contrário ao esperado, isso pode denotar que as empresas que possuem menor assimetria de informação, por conta do padrão IFRS, têm maior capacidade de se financiar com capital de terceiros. Já as variáveis “tamanho” e “crescimento da receita” não apresentaram significância estatística neste modelo 2 (tabela 4).

Como já mencionado, as *dummies* de setor têm o objetivo neste trabalho de tentar capturar a criação de valor positivo dos ativos não financeiros. Logo, foi apresentada relação positiva e significância estatística (<1%) para o setor de Comércio. Como já dito, este trabalho pressupõe que os setores conseguem capturar a criação de valor dos ativos intangíveis (TEH; KAYO; KIMURA, 2008). Logo, o setor de comércio contribui de forma

positiva e significativa estatisticamente para criação de valor no modelo 2, com variável dependente MTB, assim como já constatado no modelo 1, com dependente Qtobin.

TABELA 5 - REGRESSÃO EFEITO ALEATÓRIO (GLS) E MÍNIMO QUADRADO ORDINÁRIO (MQO) - BETA

MODELO: Variáveis	Efeito Aleatório			MQO		
	BETA		dp	BETA		dp
Constante	-1,2474	***	0,18	-0,9991	***	0,10
TAMANHO	0,1161	***	0,01	0,0985	***	0,01
CRESC RECEITA	-0,0747	***	0,03	-0,0594	*	0,03
ALAVANCAGEM	0,0177	**	0,01	0,0358	***	0,01
TEMPO	-0,0164		0,02	-0,0076		0,02
TRATAMENTO	0,0255		0,05	0,0238		0,03
EFEITO	-0,0513	*	0,03	-0,0577		0,04
ALIMENTOS E BEBIDAS	-0,1353		0,11	-0,1108	**	0,05
COMÉRCIO	0,1014		0,09	0,0861	**	0,04
CONSTRUÇÃO	0,5115	***	0,11	0,4985	***	0,05
ENERGIA ELÉTRICA	-0,0162		0,07	0,0170		0,03
MÁQUINAS INDUSTRIAIS	-0,0234		0,12	-0,0262		0,05
MINERAÇÃO	-0,0889		0,17	-0,0254		0,08
MINERAIS NÃO METÁLICOS	0,1038		0,17	0,0824		0,07
OUTROS	0,0722		0,08	0,0854	**	0,04
PAPEL e CELULOSE	0,0693		0,13	0,0940	*	0,06
PETRÓLEO e GÁS	0,1027		0,11	0,0902	*	0,05
QUÍMICA	-0,0454		0,11	-0,0482		0,05
SIDERÚRGIA e METALÚRGIA	0,2263	***	0,08	0,2292	***	0,04
TELECOMUNICAÇÕES	0,0628		0,11	0,0977	**	0,05
TEXTIL	0,0097		0,09	0,0076		0,04
TRANSPORTES SERVIÇOS	-0,0350		0,10	-0,0188		0,05
N. Obs.	647			647		

Fonte: Elaborada pelo autor

Nota: Modelo 3: variável dependente BETA. Modelo de análise diferenças em diferenças com dados organizados em painel efeito aleatório e MQO com dados em *cross section*.

Todas as variáveis – TAMANHO, ALAVANCAGEM, CRESC RECEITA, BETA (risco da empresa), QTOBIN e MTB (*Market to Book*) – correspondem a valores/indicadores anuais. As variáveis extraídas estão com valores em Reais Milhões, extraídos a partir da base de dados da empresa Economática ®. A variável TAMANHO (Ativo Total) está calculada em logaritmo natural ou logaritmo neperiano. Períodos analisados: 2003 - 2007 e 2010 - 2014. “Grupo de empresas Controladas” se refere às que adotaram padrão US GAAP anterior a 2008. “Grupo de empresas Tratadas” se refere às empresas que adotaram IFRS no período mandatório, a partir de 2010.

A variável dependente neste modelo é o **Beta**. As variáveis de controle são: **Tamanho**, que corresponde ao logaritmo neperiano do Ativo da empresa; **Cresc Receita**, que corresponde à variação anual da Receita líquida; **Alavancagem**, que corresponde à estrutura de capital da empresa passivo circulante e passivo não circulante, dividido pelo patrimônio líquido.

A variável **Tempo** é uma *dummy*, sendo 1 para o período a partir de 2010 e 0, caso contrário. A variável **Tratamento** é uma *dummy*, sendo 0 para empresas que emitem demonstrativos financeiros no padrão US GAAP antes de 2008 e 1, caso contrário. E a variável de interesse analisada corresponde ao **Efeito**, que equivale a uma *dummy* resultante da multiplicação entre as variáveis Tempo e Tratamento. Esta variável captura o efeito do modelo com estimador diferenças em diferenças. As **outras variáveis** correspondem às *dummies* do setor, sendo 1 para empresas pertencentes ao setor e 0, caso contrário.

*; ** e *** denotam significância aos níveis de 10%; 5% e 1%, respectivamente.

Modelo 3: BETA como variável dependente:

$$BETA = \beta_0 + \beta_1 * TEMPO + \beta_2 * TRATAMENTO + \beta_3 * EFEITO + \beta' VC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

H₀: (hipótese nula): A adoção do IFRS mandatório não reduz o risco das empresas.

Após os resultados dos modelos 1 e 2 encontrarem relação positiva e significativa estatisticamente entre criação de valor positivo e IFRS mandatório, espera-se que haja relação inversamente proporcional entre o Beta (risco da empresa) e o IFRS mandatório.

Como já dito, para Kayo et al. (2006) e Aboody e Lev (1998) é esperada uma relação inversa entre risco da empresa (Beta) e criação de valor positivo. Inclusive, estes autores identificaram que a relação entre o risco da empresa (Beta) e os ativos intangíveis deverá ser positiva. O que os autores defendem é que, se por um lado os ativos intangíveis vêm sendo reconhecidamente preponderantes para criação de valor positivo das empresas, por outro lado é coerente que os intangíveis apresentem maior risco, já que é esperado que onde há maior risco haja maior retorno.

Logo, para a análise da relação entre risco da empresa (Beta) e IFRS mandatório, no que tange aos resultados apresentados na tabela 5, modelo 3, a variável de interesse EFEITO, que captura por meio do método de diferenças em diferenças (*diffs-in-diffs*), o efeito do IFRS para empresas no período mandatório apresentou relação negativa com significância estatística a 10%, indicando que o IFRS mandatório, para o grupo de amostras, diminui o risco da empresa, mensurado aqui pelo beta do ativo. Portanto, rejeita-se a hipótese H₀ de que o IFRS mandatório não impacta negativamente o risco da empresa. Este resultado está em linha com outros estudos no Brasil, como Silva (2013) e Gasparini (2015), que pesquisaram a relação entre o custo de capital próprio e o IFRS mandatório. Também está em conformidade com o predito por Bushman e Smith (2001, 2003), em que se constata que os demonstrativos financeiros de qualidade, neste trabalho capturado pelo efeito do IFRS mandatório, proporcionam mitigar a assimetria de informação a ponto de impactar negativamente o risco da empresa que, por sua vez, impacta positivamente na criação de valor, conforme esperado por Aboody e Lev (1998) e Kayo et al. (2006).

Assim como nos modelos 1 e 2 tem-se o intuito de procurar estabelecer de forma preliminar a grandeza do impacto do IFRS será feita uma análise a partir dos resultados do coeficiente da *dummy* EFEITO com estimadores *diffs-in-diffs*. O risco da empresa medido pelo Beta que equivale a covariância do retorno da ação com retorno de mercado sobre a variância do retorno da carteira de mercado com histórico de cinco anos com dados diários. O Beta igual a 1 indica que o ativo em questão varia igual ao mercado, ou seja, se o Ibovespa (carteira adotada para retorno de mercado) obter retorno de 5% o ativo irá reagir tendo um desempenho igual, ou seja, 5%. Já se o Beta estiver entre 0 e 1 indica que este ativo em

questão tem risco abaixo do Ibovespa. E se o Beta for superior a 1 indica que este ativo tem risco superior ao Ibovespa (DAMODARAN, 2007).

Assim para o grupo de amostras não probabilísticas mantendo-se as outras variáveis do modelo fixas a variável EFEITO, que captura impacto do IFRS mandatório, gerou, um efeito parcial, em média, negativo de 0,0513 unidades de Beta, gerando impacto negativo com significância estatística de 10% na variável dependente Beta. Desta forma, tendo em mente a relação, inicial antes do IFRS com Beta de 0,58 como, por exemplo, numa relação $0,07/0,120663$ (valores simulados) gerando o Beta de 0,58 e ainda, considerando que se mantenha as outras variáveis fixas, seria como se o efeito parcial do IFRS mandatório impactasse, em média, da seguinte forma: Se a variância do retorno de mercado (denominador) variar de 0,120663 (antes do IFRS mandatório) para 0,130 (após IFRS mandatório) a covariância do retorno do ativo com retorno do mercado deverá apresentar valor em média de 0,068731 (numerador) gerando o Beta de, aproximadamente, 0,5287, ou seja, este cenário simulado variou em média o valor negativo de 0,0513 unidades de Beta.

Assim como na análise da grandeza do Qtobin (modelo 1) e MTB (modelo 2) esta análise de grandeza do modelo 3, apesar de representar em média o efeito do impacto do IFRS mandatório no Beta tem-se que por se tratar de uma amostra não probabilísticas essas grandezas não podem ser representativas para a população inteira da amostra. Porém a regressão estabelece de forma significativa estatisticamente a 10% que houve relação negativa e com significância estatística do efeito do IFRS no risco da empresa capturado pela variável Beta.

Os setores de construção civil e de siderurgia e metalurgia apresentam relação positiva e significativa estatisticamente. Este resultado está em linha com o esperado para Aboody e Lev (1998) e Kayo et al. (2006), que aguardam uma relação positiva e significativa entre os ativos intangíveis e Beta.

Em linha com os resultados até aqui encontrados, em que foi identificada relação positiva e significativa estatisticamente entre criação de valor positivo e IFRS mandatório, e relação negativa com significância estatística entre risco da empresa (Beta) e IFRS mandatório, estes resultados estão também em linha com os resultados de Houque e Easton (2013), que evidenciaram que os países de baixa proteção legal ou baixo *enforcement* também colhem os benefícios do aumento da qualidades das demonstrações contábeis através do IFRS e, segundo La Porta (1998), o Brasil está neste rol de países de baixo *enforcement*.

Estes resultados também estão em linha com os trabalhos de Ashbaugh, Collins e Lafond (2004), onde identificaram que a maior qualidade das demonstrações financeiras impacta negativamente o Beta (variável de risco) e custo de capital próprio, assim como outros autores (LI, 2010; DUSTEN et al., 2011; HOUQE, EASTON, 2013), que posteriormente evidenciaram os mesmos efeitos das demonstrações contábeis em relação ao custo de capital próprio, demonstrando que o IFRS cumpre seu objetivo de aumentar a qualidade das demonstrações financeiras emitidas ao mercado.

Quanto às variáveis de controle, a Alavancagem apresentou resultado de acordo com o esperado, diretamente proporcional ao Beta, com significância estatística a 5%. Logo, quanto maior a alavancagem maior o risco. O crescimento da receita (Cresc Receita) apresentou sinal negativo, com significância estatística ao nível de 1%, ou seja, quanto maior o crescimento da receita, menor será o risco sistêmico que as empresas estão submetidas. A variável Tamanho apresentou relação positiva e significativa estatisticamente. Este resultado está contrário ao esperado, portanto um motivo para isso pode ser a percepção, pelos analistas e o mercado de capital em geral, de que a utilidade marginal da implementação de IFRS mandatório será tão menor quanto maior for a empresa (MOTTA et al., 2013).

4.4.1 ANÁLISE GERAL DOS SINAIS DOS MODELOS

Assim como a análise feita por Gasparini (2015), é feito o estudo geral dos sinais conforme quadro 7.

O objetivo dessa análise é verificar, no mercado brasileiro, o impacto que o IFRS mandatório teve sobre as empresas. O quadro 7 esboça o resultado final entre o que foi capturado pelo método *diffs-in-diffs* nos quatro modelos estudados e compara estes sinais entre resultados esperados e o encontrado.

O quadro 7 demonstra que os resultados encontrados referentes ao impacto do IFRS mandatório estão em linha com o esperado para as três variáveis dependentes dos três modelos propostos, e percebe-se que é apresentada significância estatística na variável EFEITO, em todos os três modelos propostos, responsável por isolar o efeito tanto no modelo com estimadores *diffs-in-diffs* quanto MQO. As variáveis Qtobin e MTB apresentam sinal positivo e significativa estatisticamente (<1,00%), o que impacta a criação de valor positivo. O terceiro modelo, que analisa de forma adicional a relação entre risco da empresa e IFRS

mandatário, apresenta sinal negativo e significativo estatisticamente ($<10,00\%$), conforme também era esperado.

Espera-se que os setores contribuam na criação de valor positivo, inclusive por se pressupor que os setores conseguem capturar a criação de valor positivo dos ativos intangíveis ou não financeiros. Posto isso, o quadro 7 mostra que o setor que influenciou de forma positiva e significativo estatisticamente nos modelos 1 e 2 foi o setor de Comércio. O setor de Alimentos e Bebidas se mostrou positivo e significativo estatisticamente no modelo 1. Por fim, os setores de Construção e de Metalurgia e Siderurgia têm relação positiva e significativo estatisticamente, demonstrando que os ativos intangíveis têm relação positiva com o risco da empresa, conforme era esperado por Aboody e Lev (1998) e Kayo et al. (2006).

A variável de controle Crescimento da Receita (CRESC RECEITA) apresenta sinal positivo e significativo estatisticamente no modelo 1, tendo Qtobin como variável dependente. Já no modelo 3, apresentou sinal negativo e significativo estatisticamente. Em ambos os modelos estão em linha com o esperado.

**QUADRO 7 - COMPARATIVO ENTRE SINAL ESPERADO E ENCONTRADO NO
DIFFS-IN-DIFFS**

MODELOS Variáveis	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3	
	QTOBIN		MTB		BETA	
	Espe rado	Encon trado	Espe rado	Encon trado	Espe rado	Encon trado
TAMANHO	+	-	+	+	-	+
CRESC RECEITA	+	+	+	+	-	-
ALAVANCAGEM	-	-	-	+	+	+
TEMPO		-		-		-
TRATAMENTO		-		-		+
EFEITO	+	+	+	+	-	-
ALIMENTOS E BEBIDAS		+		+		-
COMÉRCIO		+		+		+
CONSTRUÇÃO		-		-		+
ENERGIA ELÉTRICA		+		-		-
MÁQUINAS INDUSTRIAIS		+		+		-
MINERAÇÃO		+		+		-
MINERAIS NÃO METÁLICOS		-		-		+
OUTROS		+		+		+
PAPEL e CELULOSE		-		-		+
PETRÓLEO e GÁS		+		-		+
QUÍMICA		+		-		-
SIDERÚRGIA e METALÚRGIA		-		-		+
TELECOMUNICAÇÕES		-		-		+
TEXTIL		+		+		+
TRANSPORTES SERVIÇOS		+		+		-

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: Todas as variáveis – TAMANHO, ALAVANCAGEM, CRESC RECEITA, QTOBIN, MTB (*Market to Book*) e BETA – correspondem a valores/indicadores anuais. As variáveis extraídas estão com valores em Reais Milhões, extraídos a partir da base de dados da empresa Economática ®. A variável TAMANHO (Ativo Total) está calculada em logaritmo natural ou logaritmo neperiano. Períodos analisados: 2003 - 2007 e 2010 - 2014. “Empresas controladas” se refere às que adotaram padrão US GAAP anterior a 2008. “Empresas Tratadas” se refere às empresas que adotaram IFRS no período mandatório, a partir de 2010. As variáveis dependentes são: **Qtobin**, **MTB** e **Beta**. As variáveis de controle são: **Tamanho**, que corresponde ao logaritmo neperiano do Ativo da empresa; **Cresc Receita**, que corresponde à variação anual da Receita líquida; **Alavancagem**, que corresponde à estrutura de capital da empresa passivo circulante mais o não circulante, dividido pelo Patrimônio Líquido.

A variável **Tempo** é uma *dummy*, sendo 1 para o período a partir de 2010 e 0, caso contrário. A variável **Tratamento** é uma *dummy*, sendo 0 para empresas que emitem demonstrativos financeiros no padrão US GAAP antes de 2008 e 1, caso contrário. E a variável de interesse analisada corresponde ao **Efeito**, que equivale a uma *dummy* resultada da multiplicação entre as variáveis Tempo e Tratamento. Esta variável captura o efeito de diferenças em diferenças (*diffs-in-diffs*). As **outras variáveis** correspondem às *dummies* do setor, sendo 1 para empresas pertencentes ao setor e 0, caso contrário.

As células em cinza representam os sinais com significância aos níveis de 1% ou 5% ou 10%.

A variável Alavancagem, no modelo 1 e 3, apresentou sinal em linha com o esperado, sendo negativo e significativo estatisticamente no modelo 1 (Qtobin como dependente). Ou seja, quanto menor a alavancagem, maior será a criação de valor positivo. Esta informação está em linha com o achado no modelo 3 (Beta como dependente), sendo positivo e significativo estatisticamente, o que diz que quanto maior a alavancagem maior será sua relação positiva com o risco da empresa. Porém, no modelo 2, a variável Alavancagem apresenta valor contrário ao esperado, ou seja, positivo e significativo estatisticamente, mas, apesar de contrariar o esperado, pode-se sugerir que, se as empresas melhoram o problema de assimetria de informação após adoção do IFRS obrigatório, os credores por sua vez entendem que as empresas estão aplicando os recursos em melhores projetos com VPL positivo (valor presente líquido). Portanto, as empresas que têm melhor transparência elevam sua estrutura de capital a um nível mais alto do que as médias das outras empresas que não apresentam maior transparência, que, neste caso, estão evidenciadas pela alta qualidade das demonstrações financeiras nas normas IFRS (ASHBAUGH; COLLINS; LAFOND, 2004).

Algumas variáveis não apresentaram significância estatística e/ou sinal de acordo com o esperado. Foram elas: a variável Tamanho, nos modelos 1 e 3, Alavancagem, no modelo 2. Apesar do parágrafo anterior dar uma possível explicação para o ocorrido com a alavancagem no modelo 2, há outro motivo para alguns efeitos que não estão em acordo com o esperado. A possível explicação está nos artigos de Ball (2006) e, mais recentemente, Horton e Serafim (2013). Os autores encontraram que os analistas de mercado apresentam uma curva de aprendizagem com as novas normas nos demonstrativos financeiros, o que, em parte, pode prejudicar as análises com respeito aos modelos que não apresentam significância estatística. No Brasil, Ferreira et al. (2015, p. 2) dizem que o impacto do IFRS nas demonstrações foi tão chocante que os agentes (auditores, contadores, reguladores e emissores de normas) estão em fase de aprendizagem e assimilação, e que, prova disso, é que o CPC (Comitê de Pronunciamentos Contábeis), recentemente, em 2015, produziu uma orientação para elaboração das notas explicativas.

4.4.2 CURVA DE APRENDIZAGEM IFRS PARA MERCADO BRASILEIRO

A fim de verificar a curva de aprendizagem do Impacto IFRS mandatário no Brasil, os apêndices A, B e C, demonstram a evolução da aprendizagem das variáveis, QTOBIN, MTB e BETA, respectivamente. Esta curva de aprendizagem foi sugerida primeiramente por

Ball (2006), ao dizer que o IFRS cria um custo para o mercado aprender as novas normas. Um provável motivo é que o mercado fica sem uma referência histórica por pelo menos alguns anos, mas que potencialmente melhoram ao longo do tempo. Este trabalho procurou evitar este custo de aprendizagem por utilizar um maior período de análise, com janela de 2003 até 2014. Nesta parte da seção, procura-se demonstrar que é possível verificar a curva de aprendizagem do IFRS ao longo dos anos no Brasil conforme sugere Ball (2006) e Horton e Serafim (2013).

Após análises dos resultados contidos nos apêndices A, B e C, consolidados na tabela 6, fica evidente que os analistas de mercado foram absorvendo, ao longo do tempo, os princípios do IFRS mandatório e incorporando-os em seus cálculos, exatamente como previsto por Ball (2006), Horton e Serafim (2013), e mais recentemente no Brasil Ferreira et al. (2015).

TABELA 6 - ANÁLISE DA CURVA DE APRENDIZAGEM IFRS MANDATÓRIO

PERÍODO Variáveis	2006 - 2011		2005 - 2012		2004 - 2013		2003 - 2014	
	Coef.	dp	Coef.	dp	Coef.	dp	Coef.	dp
QTOBIN	0,192	0,15	0,272 **	0,14	0,366 ***	0,12	0,411 ***	0,11
MTB	0,535	0,37	0,570 *	0,33	0,672 **	0,29	0,709 ***	0,26
BETA	-0,039	0,04	-0,042	0,04	-0,046	0,03	-0,051 *	0,03

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: Tabela baseada nas regressões por efeito aleatório, com dados organizados em painel pelo método *diffs-in-diffs*. As variáveis QTOBIN, MTB e BETA se referem às variáveis dependentes utilizadas neste trabalho, formadas conforme estabelecido no capítulo 3, de metodologia. Todos os períodos analisados se referem a dois momentos, antes e após o IFRS mandatório, sendo excluídos os anos de 2008 e 2009, por se tratar do período voluntário de adoção do IFRS. As informações aqui exibidas se referem aos resumos dos resultados obtidos nas Tabelas 3, 4 e 5 e Apêndices A, B e C.

De forma geral, a análise da curva de aprendizagem para o IFRS mandatório pelo mercado ocorre com significância estatística e/ou maior significância estatística após a análise da janela de 5 anos antes e após o período do IFRS mandatório. Conforme se observa o BETA, somente apresenta significância estatística com impacto negativo, quando a maior janela de tempo é analisada entre 2003 e 2014. Isso inclusive se justifica para o caso da análise do risco da empresa, visto que o Beta adota histórico de cinco anteriores em sua análise. E, como o IFRS veio sendo incorporado ao mercado brasileiro desde 2008 e sendo obrigatório a partir de 2010, presumia-se que este impacto do IFRS no risco da empresa fosse ocorrer com significância estatística a partir do período dos anos entre 2012 e 2014. O Qtobin e MTB apresentam maior significância estatística conforme se amplia a janela de análise. Nenhuma variável apresenta significância estatística no menor período analisado, de 2 anos antes e após IFRS mandatório (2006 – 2011), evidenciando que o mercado ainda se

encontrava em um período inicial de aprendizagem das normas IFRS. Observa-se que, conforme se adiciona um ano na análise a partir do período de entre 2006 – 2011, aumenta-se a qualidade da significância estatística.

Logo, conforme sugeriu Ball (2006) e assim como sugerido e aplicado no trabalho de Horton e Serafim (2013) o mercado tem apresentado um custo de aprendizagem. Um dos motivos para que isto ocorra, segundo Horton e Serafim (2013), é que os analistas de mercado não possuem um histórico de dados nos novos formatos IFRS. Logo, para que as empresas obtenham os benefícios da aplicação das normas IFRS, o mercado deve se adequar e aprender segundo as novas informações históricas.

Esta conclusão a respeito da curva de aprendizagem é uma constatação de que os órgãos reguladores e responsáveis pela implantação das normas deveriam se antecipar a este fato, custo da curva de aprendizagem, a fim de aumentar a contribuição proporcionando ao mercado e às empresas a colheita de benefícios no menor tempo justo, e gerando, assim, crescimento do mercado de capitais, além de acentuar a criação de valor positivo para as empresas. Esta evidencia, segundo Ferreira et al. (2015), está sendo posta em prática, já que o CPC vem produzindo orientações adicionais para que as empresas elaborem notas explicativas padronizadas, proporcionando que o mercado absorva mais rapidamente esse *know-how* e, desta forma, cresça e as empresas criem valor positivo mais rapidamente.

5 CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo geral deste trabalho foi verificar a relação existente entre adoção mandatória do IFRS e criação de valor positivo em empresas listadas na BM&FBovespa, no período de 2003 a 2014.

Quanto aos objetivos específicos foram: (i) Analisar a relação entre o impacto da adoção mandatória do IFRS sobre diferentes métricas de criação de valor positivo das firmas; (ii) Verificar o impacto da adoção mandatória do IFRS sobre o risco das firmas não financeiras listadas na BM&F Bovespa no período de 2003 até 2014; (iii) Analisar o comportamento da curva de aprendizagem do IFRS nas diferentes métricas de criação de valor e no risco da empresa.

O modelo econométrico selecionado para esta análise foi *Diff-in-Diffs*, com os dados organizados em painel. Este modelo é utilizado especialmente quando dados são provenientes de um experimento natural (ou quase experimento). Isso é possível quando há mudanças políticas (WOOLDRIDGE, 2010). Portanto, é caracterizado pela lei de obrigatoriedade do IFRS, que teve seu período mandatório inicial no ano fiscal de 2010.

Para o primeiro objetivo de verificar se o IFRS mandatório impacta positivamente a criação de valor positivo das empresas, foi constatado estatisticamente que sim. Para as variáveis *Qtobin* e *Market to Book* (MTB) o impacto foi positivo com significância estatística ao nível de 1%. Estes resultados contribuem com a pesquisa de Daske (2008), que havia proposto capturar criação de valor, utilizando o *Qtobin*, embora sem significância estatística, bem provável que por conta do custo da curva de aprendizagem. Portanto, fica estabelecido, nesta pesquisa, que o IFRS impacta positivamente e de forma significativa estatisticamente a criação de valor positivo das empresas brasileiras.

No segundo objetivo, foi constatado que as empresas que adotaram o IFRS mandatório reduziram o risco. Esta afirmação vem dos resultados em que o IFRS mandatório impactou de forma negativa e significante estatisticamente o risco da empresa medido pelo beta. Este resultado corrobora com outras pesquisas no Brasil. São elas: Silva (2013) e Gasparini (2015), que encontraram, ambos, relação negativa. Nos dois trabalhos, obteve-se significância estatística de 10%, assim como o encontrado neste trabalho. Considerando que o IFRS promove maior nível de divulgação das empresas (SILVA, 2013; FERREIRA et al., 2015), reduz a assimetria de informação (GASPARINI, 2015) e, conseqüentemente, reduz o custo de capital próprio e o risco da empresa. Estes resultados estão coerentes com os

resultados de Botosan (1997); Bushman e Smith (2001); Ashbaugh, Collins, Lafond (2004); Lopes e Carvalho de Alencar (2010), Silva (2013), Gasparini (2015).

Para o terceiro objetivo, de analisar o comportamento da curva de aprendizagem do IFRS no mercado brasileiro, foi seguido o modelo sugerido por Horton e Serafim (2013), por analisar várias janelas de anos antes e após a adoção do IFRS. Portanto, com janelas antes e após o IFRS, de 2 anos, 3 anos, 4 anos, além do proposto, nos modelos 1, 2 e 3, da janela de pesquisa de 5 anos, foi feita a análise das diversas janelas de tempo e constatou-se que houve um custo da curva de aprendizagem para o mercado brasileiro, sendo que nos primeiros dois anos o mercado não evidenciou a alta qualidade das informações contábeis, mas ao longo dos anos das janelas analisadas constatou-se que os dados iam ganhando significância estatística cada vez que se aumentava a janela de análise e, conseqüentemente, foram aparecendo evidências estatisticamente significantes dos resultados que estivessem em linha com os objetivos do IFRS. Este resultado da análise da curva de aprendizagem sugere que os órgãos reguladores e responsáveis pelo IFRS devem se antecipar e promover o aprendizado da nova norma, a fim de cumprir os objetivos do IFRS mais rapidamente, assim como relatado por Ferreira et al. (2015).

Uma outra evidência que se pode tirar destes resultados é: considerando que o Brasil é posto como um país de fraca proteção legal (LA PORTA, 1998), esse baixo poder de *enforcement* não impediu o país de colher benefícios do IFRS. Logo, faz-se importante comparar a contribuição deste trabalho, objetivos um e dois, que em conjunto contribuem com a pesquisa de Houque e Easton (2013), pois estes autores descobriram que, mesmo em países de baixo *enforcement*, o IFRS consegue promover benefícios para as empresas. Isto traduz o que Bushman e Smith (2001, 2003) chamam de melhor desempenho econômico a partir da alta qualidade das informações contábeis financeiras. Logo, o IFRS trouxe benefícios econômicos de criação de valor positivo para as firmas e redução do risco das empresas, mesmo em países que apresentam baixo *enforcement*, caso em que o Brasil se encontra, segundo La Porta (1998).

Portanto, a relação existente entre o IFRS mandatório e a criação de valor positivo das empresas no Brasil é que o IFRS impacta positivamente a criação de valor e negativamente o risco das empresas. Os autores Silva (2013), quadro 3, e Ferreira et al. (2015), quadro 4, apresentam que esses benefícios econômicos, a partir das normas IFRS, ocorreram nas rubricas contábeis de pagamentos baseados em ações, teste de *impairment*, ativos não correntes mantidos para venda e operações descontinuadas, registro de propriedade

para investimento, dividendo adicional proposto no patrimônio líquido, reconhecimento dos contratos de concessão em ativo financeiro ou intangível, a conta ajuste de avaliação patrimonial destinada ao registro de variação de ativos e passivos avaliadas a valor justo, entre outros (SILVA, 2013; FERREIRA et al., 2015).

5.1 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

Por se tratar de uma amostra não probabilística, as evidências empíricas obtidas nesta dissertação se limitam às empresas que compõem a amostra. O modelo econométrico, as variáveis omitidas, os erros na mensuração de variáveis e o viés de seleção da amostra implicam em problema de endogeneidade. Apesar de haver um tratamento com o modelo de estimadores *diffs-in-diffs*, que isola o efeito do IFRS a partir das características não observáveis, ainda assim, poderá haver problema de determinação simultânea e endogeneidade dos dados. Existem, na literatura, outros métodos mais robustos que reduziriam a incidência destes problemas. Por exemplo, podem-se formar grupos de controle com características parecidas, ou seja, formar os grupos de controle e tratadas a partir das características observáveis, características das empresas. Portanto, existem, na literatura, outros métodos que viabilizam a formação de grupos de controle e tratadas a partir das características observáveis, que inclusive ajudam a combater a endogeneidade da amostra, que não fizeram parte dos objetivos centrais dessa pesquisa.

Sugere-se, para novas pesquisas, mensurar a mitigação da assimetria de informação por utilizarem outras variáveis, como *bid ask spread* entre outras, que contribuam e ajudem confirmar os resultados desta pesquisa. Outra sugestão seria aumentar o período da análise, acrescentar medidas de *compliance* (nível de aderência das normas IFRS) para cada empresa, a fim de verificar se o nível de *compliance* adotado pelas empresas brasileiras interfere nos benefícios econômicos de criação de valor positivo, risco, custo de capital etc.

Apesar das limitações apresentadas, estas não invalidam os resultados desta dissertação, uma vez que os resultados são consistentes com as evidências internacionais e nacionais, contribuindo com algumas lacunas preenchidas para criação de valor positivo, a partir da adoção do IFRS mandatório.

REFERÊNCIAS

ABOODY, D.; LEV, B. The value relevance of intangibles: the case of software capitalization. **Journal of Accounting Research**, v. 36, p. 161-191, 1998. Disponível em: < <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=buh&AN=2169494&lang=pt-br&site=ehost-live> >. Acesso em: 11 ago. 2016.

AKERLOF, G. The market for “Lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, v. 89, 1970. Disponível em: < http://link.springer.com/chapter/10.1007/978-1-349-24002-9_9 >. Acesso em: 09 maio 2016.

ASHBAUGH, H.; COLLINS, D. W.; LAFOND, R. Corporate governance and the cost of equity capital. **Emory, University of Iowa**, v. 26, 2004. Disponível em: < <http://ssrn.com/abstract=639681> >. Acesso em: 21 nov. 2015.

BALAKRISHNAN, K.; LI, X.; YANG, H. **Mandatory financial reporting and voluntary disclosure: evidence from mandatory IFRS adoption**. 2012. Disponível em: < http://ink.library.smu.edu.sg/soa_research/1163/ >. Acesso em: 09 maio 2016.

BALL, R. International Financial Reporting Standards (IFRS): pros and cons for investors. **Accounting and business research (Wolters Kluwer UK)**, v. 36, n. supp. 1, p. 5-27, 2006. Disponível em: < doi/abs/10.1080/00014788.2006.9730040 >. Acesso em: 22 abr. 2015.

BARNETT, V.; LEWIS, T. **Outliers in statistical data**. 3 ed. Chichester: Wiley, 1994.

BOTOSAN, C. A. Disclosure level and the cost of equity capital. **Accounting Review**. 72, 3, 323, July 1997. Disponível em: < http://www.jstor.org/stable/248475?seq=1#fndtn-page_scan_tab_contents >. Acesso em: 26 abr. 2016.

BOTOSAN, C. A.; HARRIS, M. S. Motivations for a change in disclosure frequency and its consequences: an examination of voluntary quarterly segment disclosures. **Journal of Accounting Research**, v. 38, n. 2, p. 329-353, 2000. Disponível em: < <http://www.jstor.org/stable/2672936> >. Acesso em: 26 abr. 2016.

BM&FBOVESPA. **Segmentos de listagem**. 2016. Disponível em: < http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/ >. Acesso em: 16 ago. 2016.

BOTOSAN, C. A.; PLUMLEE, M. A. A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital. **Journal of accounting research**, v. 40, n. 1, p. 21-40, 2002. Disponível em: < [doi: 10.1111/1475-679X.00037](http://doi/10.1111/1475-679X.00037) >. Acesso em: 26 abr. 2016.

BRASIL. **Lei nº 11.638, Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007**. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, 7 de dezembro de 1976, e estende as sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 28 dez. 2007.

BROWN, S.; HILLEGEIST, S. A. Disclosure quality and information asymmetry. **Kellogg School of Management, Evanston**, 2003. Disponível em: <

<http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=buh&AN=25277911&lang=pt-br&site=ehost-live> >. Acesso em: 10 maio 2016.

BROWN, S.; HILLEGEIST, S. A.; LO, K. Conference calls and information asymmetry. **Journal of Accounting and Economics**, v. 37, n. 3, p. 343-366, 2004.

Disponível em: <

<http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=buh&AN=14654474&lang=pt-br&site=ehost-live> >. Acesso em: 10 maio 2016.

BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Financial accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1, p. 237-333, 2001.

Disponível em: < [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00027-1](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00027-1) >. Acesso em: 09 maio 2016.

_____; _____. Transparency, financial accounting information, and corporate governance. **Economic Policy Review**, v. 9, n. 1, 2003. Disponível em: < <http://ssrn.com/abstract=795547> >. Acesso em: 09 maio 2016.

CALHAU, F. R. S. **Estudo da assimetria da informação e seus impactos no custo de capital das empresas brasileiras negociadas em bolsa**. 2012. 104 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. Disponível em: <

<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-06022013-200206/en.php> >. Acesso em: 10 maio 2016.

CARVALHO, E. M. **Consequências econômicas da adoção compulsória das Normas Internacionais de Contabilidade (IFRS) no custo de capital próprio das empresas brasileiras listadas na BM&BOVESPA**. 2014. 147 f. Dissertação (Doutorado em Administração) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2014. Disponível em: < <http://hdl.handle.net/10183/107268> >. Acesso em: 12 ago. 2016.

CARVALHO DE ALENCAR, R. Custo do capital próprio e nível de *disclosure* nas empresas brasileiras. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 2, n. 1, p. 1-12, 2005. Disponível em: < <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=123016184001> >. Acesso em: 21 nov. 2015.

_____; LOPES, A. B. Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: the Brazilian case. In: **VIII Encontro Brasileiro de Finanças**. 2008. Disponível em: < http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/2/Roberta.pdf >. Acesso em: 13 ago. 2016.

CASTRO, T. M. **A relevância das informações contábeis com a adoção das normas internacionais: uma análise das empresas listadas no Brasil**. 2012. 142 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - FECAP, São Paulo, 2012. Disponível em: < <http://tede.fecap.br:8080/jspui/handle/tede/498> >. Acesso em: 10 maio 2016.

CASTRO JUNIOR, F. H. F.; CONCEIÇÃO, P. M.; SANTOS, D. A. A relação entre o nível voluntário de transparência e o custo de capital próprio das empresas brasileiras não-financeiras. **Revista Eletrônica de Administração**, Porto Alegre: Ed. 70, v. 17, n. 3, p. 617-635, set./dez., 2011. Disponível em: <

<http://www.seer.ufrgs.br/read/article/download/38470/24722> >. Acesso em: 10 maio 2016.

CASTRO JUNIOR, F. H. F.; YOSHINAGA, C. E. Coassimetria, cocurtose e as taxas de retorno das ações: uma análise com dados em painel. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 13, n. 1, p. 110, 2012. Disponível em: <
<http://search.proquest.com/openview/cb1fc0bf6bc5196cfefb1fd98185b293/1?pq-origsite=gscholar>>. Acesso em: 10 maio 2016.

CATTY, J. P. **IFRS: guia de aplicação do valor justo**. Porto Alegre: Bookman Editora, 2013.

COPELAND, T. E.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas: valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

DAMODARAN, A. **Avaliação de empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson, 2007.

DASKE, H. Economic benefits of adopting IFRS or US-GAAP—have the expected cost of equity capital really decreased? **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 33, n. 3-4, p. 329-373, 2006. Disponível em: <
<http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=buh&AN=20870512&lang=pt-br&site=ehost-live>>. Acesso em: 12 ago. 2016.

_____. Mandatory IFRS reporting around the world: early evidence on the economic consequences. **Journal of accounting research**, v. 46, n. 5, p. 1085-1142, 2008. Disponível em: <
doi/10.1111/j.1475-679X.2008.00306.x>. Acesso em: 22 abr. 2016.

DUNSTAN, K. et al. The effect of IFRS adoption and investor protection on earnings quality around the world. 2011. **Accounting and Finance Association of Australia and New Zealand (AFAANZ) conference**. Disponível em: <
http://works.bepress.com/keitha_dunstan/9/> acesso em 25 nov. 2015.

FAMÁ, R.; BARROS, L. A. B. C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 7, n. 4, p. 27-43, 2000. Disponível em: <
<http://www.regeusp.com.br/arquivos/v07-4art03.pdf>>. Acesso em: 10 maio 2016.

FERREIRA, M. A. et al. Análise do impacto do IFRS em indicadores financeiros em empresas brasileiras (Analysis of the Impact of IFRS Adoption on Financial Variables for Brazilian Companies). **Available at SSRN**, 2015. Disponível em: <
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2591536>>. Acesso em 10 maio 2016.

FOND, M.; HUNG, M.; LI, S. The impact of mandatory IFRS adption on foreign mutual fund ownership: the role of comparability. **Journal of Accounting and Economics**, v. 51, n. 3, p. 240-250, 2011. Disponível em: <
<http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=buh&AN=59640142&lang=pt-br&site=ehost-live>>. Acesso em 10 maio 2016.

FRANCIS, J.; SCHIPPER, K. Have financial statements lost their relevance? **Journal of Accounting Research**, p. 319-352, 1999. Disponível em: <
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2591536>>. Acesso em 10 maio 2016.

GASPARINI, V. M. R. **A adoção completa do IFRS e seus impactos no custo de capital próprio, calculados a partir de modelos de custo implícito de capital**. 2015. 108f.

Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2015. Disponível em: < <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/96/96133/tde-21072015-102627/en.php> >. Acesso em: 10 maio 2016.

GU, F.; LI, J. Q. The credibility of voluntary disclosure and insider stock transactions. **Journal of Accounting Research**, 45, 4, 771-810, Sept. 2007. Disponível em: < <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=buh&AN=25736998&lang=pt-br&site=ehost-live> >. Acesso em 24 abr. 2016.

HAIR JR, Joseph F. et al. **Fundamentos de métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman Companhia, 2005.

HORTON, J.; SERAFEIM, G.; SERAFEIM, I. Does mandatory IFRS adoption improve the information environment? **Contemporary Accounting Research**, v. 30, n. 1, p. 388-423, 2013. Disponível em: < <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=buh&AN=86170288&lang=pt-br&site=ehost-live> >. Acesso em: 10 maio 2016.

HOUQUE, N.; EASTON, S. Does mandatory IFRS adoption improve information quality in low investor protection countries? Evidence from France, Sweden and Switzerland. **Journal of International Accounting, Auditing & Taxation (Forthcoming)**, 2013. Disponível em: < <http://ssrn.com/abstract=2224278> >. Acesso em: 21 nov. 2015.

JOOS, P. P. M.; LEUNG, E. Investor perceptions of potential IFRS adoption in the United States. **The Accounting Review**, v. 88, n. 2, p. 577-609, 2012. Disponível em: < <http://dx.doi.org/10.2308/accr-50338> >. Acesso em: 24 abr. 2016.

KAYO, E. K. et al. Ativos intangíveis, ciclo de vida e criação de valor. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 10, n. 3, p. 73-90, 2006. Disponível em: < <http://dx.doi.org/10.1590/S1415-65552006000300005> >. Acesso em: 14 jun. 2016.

LAMBERT, R.; LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. E. Accounting information, disclosure, and the cost of capital. **Journal of accounting research**, v. 45, n. 2, p. 385-420, 2006. Disponível em: < https://works.bepress.com/florencio_lopez_de_silanes/18/ >. Acesso em: 19 abr. 2016.

LA PORTA, R. et al.. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, p. 1113-1155, 1998. Disponível em: < https://works.bepress.com/florencio_lopez_de_silanes/18/ >. Acesso em: 19 abr. 2016.

LELAND, H.; PYLE, D. H. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. **Journal of Finance**, 32, 2, 371-387, May 1977. Disponível em: < <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=buh&AN=4657499&lang=pt-br&site=ehost-live> >. Acesso em: 25 abr. 2016.

LI, S. Does mandatory adoption of international financial reporting standards in the European Union reduce the cost of equity capital?. **The Accounting Review**, v. 85, n. 2, p. 607-636, 2010. Disponível em: < <http://dx.doi.org/10.2308/accr.2010.85.2.607> >. Acesso em: 25 abr. 2016.

LIBERT, B. D.; SAMEK, S. M.; BOULTON, R. E. S. **Cracking the value code**: how successful businesses are creating wealth in the new economy. New York: Harper Business, 2000.

LIMA, G. A. S. F. Nível de evidenciação × custo da dívida das empresas brasileiras1. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 49, p. 95-108, 2009. Disponível em: < <http://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/34284/37016> >. Acesso em: 21 nov. 2015.

LIU, C. et al. The impact of IFRS on accounting quality in a regulated market: an empirical study of China. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, p. 659-676, 2011. Disponível em: < <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=buh&AN=69640262&lang=pt-br&site=ehost-live> >. Acesso em: 13 ago. 2016.

MAESTRI, C. O. N. M.; TERUEL, R. L. H.; RIBEIRO, K. C. S. Governança corporativa e o impacto no custo de capital próprio das empresas brasileiras de capital aberto. **XVIII SEMEAD**, 2015. Disponível em: < <http://sistema.semead.com.br/18semead/resultado/trabalhosPDF/598.pdf> >. Acesso em: 10 maio 2016.

MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

MOTTA, Luiz Felipe Jacques et al. Criação de valor em fusões e aquisições brasileiras. **Revista de Administração FACES Journal**, v. 12, n. 4, 2013. Disponível em: < <http://fumeec.br/revistas/facesp/article/view/1827/1342> >. Acesso em: 15 ago. 2016.

NAKAMURA, W. T. et al. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. 44, p. 72-85, 2007. Disponível em: < <http://www.scielo.br/pdf/rcf/v18n44/a07v1844.pdf> >. Acesso em: 29 nov. 2015.

NARDI, P. C. C. et al. A relação entre gerenciamento de resultados contábeis e o custo de capital das companhias abertas brasileiras. **Revista Universo Contábil**, v. 5, n. 4, p. 06-26, 2009. Disponível em: < <http://gorila.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/916> >. Acesso em: 10 maio 2016.

PEREZ, M. M.; FAMÁ, R. Características estratégicas dos ativos intangíveis e o desempenho econômico da empresa. **Unisanta Law and Social Science**, v. 4, n. 2, p. 107-123, 2015. Disponível em: < <http://ojs.unisanta.br/index.php/lss/article/view/393> >. Acesso em: 13 ago. 2016.

RAMOS, D. A.; LUSTOSA, P. R. B. Verificação empírica da value relevance na adoção das normas internacionais de contabilidade para o mercado de capitais brasileiro. **ConTexto**, v. 13, n. 25, 2011. Disponível em: < <http://www.seer.ufrgs.br/ConTexto/article/view/36450> >. Acesso em: 10 maio 2016.

REZENDE, C. V.; ALMEIDA, N. S.; LEMES, S. Impacto das IFRS na assimetria de informação evidenciada no mercado de capitais brasileiro. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 9, n. 24, p. 18-30, 2015. Disponível em: < <http://dx.doi.org/10.11606/rco.v9i24.55524> >. Acesso em: 10 maio 2015.

SALMASI, S. V.; MARTELANC, R. Governança corporativa e custo de capital próprio no Brasil. **Revista de Contabilidade da Universidade Federal da Bahia**, v. 3, n. 1, p. 101-117, jan/abr 2009. Disponível em: < <http://www.portalseer.ufba.br/index.php/rcontabilidade/article/view/3421/2482> >. Acesso em: 25 mar. 2016.

SANTOS, E. S.; PONTE, V. M. R.; MAPURUNGA, P. V. R. Adoção obrigatória do IFRS no Brasil (2010): índice de conformidade das empresas com a divulgação requerida e alguns fatores explicativos. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 25, n. 65, p. 161-176, 2014. Disponível em: < <http://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/85359/88187> >. Acesso em: 10 maio 2016.

SILVA, C. A. T. et al. Influência do incentivo ao conservadorismo nas escolhas contábeis relacionadas ao reconhecimento de provisão de contingências passivas. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v.6, n.4, p. 6-20, out./dez., 2010. Disponível em: < <http://repositorio.unb.br/handle/10482/14500> >. Acesso em: 20 abr. 2016.

SILVA, L. S. A.; QUELHAS, O. L. G. Sustentabilidade empresarial e o impacto no custo de capital próprio das empresas de capital aberto. **Gestão & Produção**, v. 13, n. 3, p. 385-395, 2006. Disponível em: < <http://www.scielo.br/pdf/%0D/gp/v13n3/02.pdf> >. Acesso em: 10 maio 2016.

SILVA, R. L. M. **Adoção completa das IFRS no Brasil: qualidade das demonstrações contábeis e o custo de capital próprio**. 2013. 217 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013. Disponível em: < <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-03062013-162758/en.php> >. Acesso em: 10 maio 2016.

SILVEIRA, G. F. **O impacto da adesão às práticas recomendadas de governança corporativa no índice de qualidade da informação contábil das firmas no Brasil**. São Paulo: Academia e Imprensa, 2010. Disponível em: < <http://www.ibgc.org.br/download/arquivos/2oColocado.pdf> >. Acesso em: 10 maio 2016.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo, 2002. 152 p. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. Disponível em: < <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056/en.php> >. Acesso em: 11 maio 2016.

_____. **Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2005.

_____. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Elsevier Editora, 2015.

TEH, C. C.; KAYO, E. K.; KIMURA, H. Marcas, patentes e criação de valor. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 9, n. 1, 2008. Disponível em: < <http://editorarevistas.mackenzie.br/index.php/RAM/article/view/154/154> >. Acesso em: 14 jun. 2016.

VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. **Journal of accounting and economics**, v. 32, n. 1, p. 97-180, 2001. Disponível em < [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8) >. Acesso em 25 abr. 2016.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à econometria**: uma abordagem moderna. São Paulo: Cengage Learning, 2010.

APÊNDICE A – Análise da curva de aprendizagem variável dependente QTOBIN

PERÍODO Variáveis	2006 - 2011		2005 - 2012		2004 - 2013	
	QTOBIN	dp	QTOBIN	dp	QTOBIN	dp
Constante	4,101 ***	1,05	2,956 ***	0,95	2,605 ***	0,85
TAMANHO	-0,181 ***	0,07	-0,108 *	0,06	-0,085	0,06
CRESC RECEITA	0,302 **	0,13	0,373 ***	0,12	0,214 **	0,10
ALAVANCAGEM	-0,241 ***	0,06	-0,233 ***	0,05	-0,238 ***	0,04
TEMPO	-0,171 *	0,09	-0,106	0,09	-0,077	0,08
TRATAMENTO	-0,141	0,26	-0,207	0,25	-0,258	0,24
EFEITO	0,192	0,15	0,272 **	0,14	0,366 ***	0,12
ALIMENTOS E BEBIDAS	1,026 *	0,60	0,965	0,59	0,913	0,58
COMÉRCIO	1,353 ***	0,50	1,377 ***	0,50	1,272 ***	0,49
CONSTRUÇÃO	0,188	0,60	0,062	0,59	-0,104	0,58
ENERGIA ELÉTRICA	0,237	0,42	0,133	0,41	0,067	0,40
MÁQUINAS INDUSTRIAIS	0,484	0,69	0,337	0,69	0,277	0,67
MINERAÇÃO	1,110	0,97	0,830	0,95	0,743	0,92
MINERAIS NÃO METÁLICOS	-0,214	0,93	-0,236	0,92	-0,267	0,90
OUTROS	0,376	0,44	0,322	0,43	0,323	0,42
PAPEL e CELULOSE	0,056	0,70	-0,068	0,70	-0,090	0,68
PETRÓLEO e GÁS	0,441	0,60	0,397	0,60	0,393	0,58
QUÍMICA	-0,042	0,60	-0,033	0,60	0,046	0,58
SIDERÚRGIA e METALÚRGIA	0,044	0,45	-0,077	0,44	-0,112	0,43
TELECOMUNICAÇÕES	0,111	0,62	-0,045	0,61	-0,070	0,59
TEXTIL	0,428	0,51	0,585	0,50	0,562	0,49
TRANSPORTES SERVIÇOS	0,515	0,54	0,649	0,54	0,693	0,53
N. Obs.	280		417		555	

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: Regressão em efeito aleatório com dados organizados em painel pelo método de diferenças em diferenças. Todas as variáveis – TAMANHO, ALAVANCAGEM, CRESC RECEITA, QTOBIN e MTB (*Market to Book*) e BETA – correspondem a valores/indicadores anuais. As variáveis extraídas estão com valores em reais milhões, extraídos a partir da base de dados da empresa Economática ®. A variável TAMANHO (Ativo Total) está calculada em logaritmo natural ou logaritmo neperiano.

Períodos analisados antes e após IFRS mandatório: 2 anos antes e após (2006 – 2011); 3 anos antes e após (2005 – 2012) e 4 anos antes e após (2004 – 2013). Os anos de 2008 e 2009 foram excluídos por se tratarem do período voluntário de adoção do IFRS.

“Empresas Controladas” se refere às que adotaram padrão US GAAP anterior a 2008. “Empresas Tratadas” se refere às empresas que adotaram IFRS no período mandatório, a partir de 2010.

As variáveis dependentes são: QtoBin, MTB e Beta. Já as variáveis de controle são: Tamanho, que corresponde ao logaritmo neperiano do Ativo da empresa; Cresc Receita, que corresponde à variação anual da Receita líquida; Alavancagem, que corresponde à estrutura de capital da empresa passivo não circulante mais circulante, dividido pelo patrimônio líquido.

A variável Tempo é uma *dummy*, sendo 1 para o período a partir de 2010 e 0, caso contrário. A variável Tratamento é uma *dummy*, sendo 0 para empresas que emitem demonstrativos financeiros no padrão US GAAP antes de 2008 e 1, caso contrário. E a variável de interesse analisada corresponde ao Efeito, que equivale a uma *dummy* resultada da multiplicação entre as variáveis Tempo e Tratamento. Esta variável captura o efeito de diferenças em diferenças. As outras variáveis correspondem às *dummies* do setor, sendo 1 para empresas pertencentes ao setor e 0, caso contrário.

*; ** e *** denotam significância aos níveis de 10%; 5% e 1%, respectivamente.

APÊNDICE B – Análise da curva de aprendizagem variável dependente MTB

PERÍODO Variáveis	2006 - 2011		2005 - 2012		2004 - 2013	
	MTB	dp	MTB	dp	MTB	dp
Constante	8,409 ***	3,03	6,525 **	2,77	4,305 *	2,41
TAMANHO	-0,392 *	0,20	-0,279	0,18	-0,131	0,15
CRESC RECEITA	0,147	0,31	0,238	0,28	0,244	0,25
ALAVANCAGEM	-0,241 *	0,15	0,365 ***	0,11	0,438 ***	0,09
TEMPO	-0,685 ***	0,24	-0,564 **	0,23	-0,668 ***	0,21
TRATAMENTO	0,135	0,76	0,119	0,76	-0,053	0,74
EFEITO	0,535	0,37	0,570 *	0,33	0,672 **	0,29
ALIMENTOS E BEBIDAS	1,462	1,81	1,632	1,83	1,578	1,79
COMÉRCIO	5,695 ***	1,52	6,015 ***	1,54	5,848 ***	1,51
CONSTRUÇÃO	0,131	1,81	0,035	1,82	-0,321	1,79
ENERGIA ELÉTRICA	0,344	1,26	0,124	1,26	-0,143	1,23
MÁQUINAS INDUSTRIAIS	1,012	2,09	0,750	2,11	0,665	2,07
MINERAÇÃO	2,200	2,91	1,759	2,90	1,166	2,82
MINERAIS NÃO METÁLICOS	-0,769	2,79	-0,715	2,82	-0,523	2,76
OUTROS	1,388	1,32	1,345	1,33	1,220	1,30
PAPEL e CELULOSE	-0,528	2,12	-0,723	2,14	-0,904	2,09
PETRÓLEO e GÁS	0,149	1,82	-0,062	1,84	-0,287	1,80
QUÍMICA	-0,652	1,81	-0,631	1,82	-0,537	1,79
SIDERÚRGIA e METALÚRGIA	0,076	1,35	0,024	1,36	-0,060	1,34
TELECOMUNICAÇÕES	0,236	1,86	-0,001	1,86	-0,363	1,82
TEXTIL	0,080	1,54	0,309	1,55	0,718	1,52
TRANSPORTES SERVIÇOS	1,247	1,65	1,424	1,67	1,367	1,63
N. Obs.	277		409		541	

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: Regressão em efeito aleatório com dados organizados em painel pelo método de diferenças em diferenças. Todas as variáveis – TAMANHO, ALAVANCAGEM, CRESC RECEITA, QTOBIN e MTB (*Market to Book*) e BETA - correspondem a valores/indicadores anuais. As variáveis extraídas estão com valores em reais milhões, extraídos a partir da base de dados da empresa Economática ®. A variável TAMANHO (Ativo Total) está calculada em logaritmo natural ou logaritmo neperiano.

Períodos analisados antes e após IFRS mandatório: 2 anos antes e após (2006 – 2011); 3 anos antes e após (2005 – 2012) e 4 anos antes e após (2004 – 2013). Os anos de 2008 e 2009 foram excluídos por se tratarem do período voluntário de adoção do IFRS.

“Empresas Controladas” se refere às que adotaram padrão US GAAP anterior a 2008. “Empresas Tratadas” se refere às empresas que adotaram IFRS no período mandatório, a partir de 2010.

As variáveis dependentes são: QtoBin, MTB e Beta. Já as variáveis de controle são: Tamanho, que corresponde ao logaritmo neperiano do Ativo da empresa; Cresc Receita, que corresponde à variação anual da Receita líquida; Alavancagem, que corresponde à estrutura de capital da empresa passivo não circulante mais circulante, dividido pelo patrimônio líquido.

A variável Tempo é uma *dummy*, sendo 1 para o período a partir de 2010 e 0, caso contrário. A variável Tratamento é uma *dummy*, sendo 0 para empresas que emitem demonstrativos financeiros no padrão US GAAP antes de 2008 e 1, caso contrário. E a variável de interesse analisada corresponde ao Efeito, que equivale a uma *dummy* resultada da multiplicação entre as variáveis Tempo e Tratamento. Esta variável captura o efeito de diferenças em diferenças. As outras variáveis correspondem às *dummies* do setor, sendo 1 para empresas pertencentes ao setor e 0, caso contrário. *, ** e *** denotam significância aos níveis de 10%; 5% e 1%, respectivamente.

APÊNDICE C – Análise da curva de aprendizagem variável dependente beta

PERÍODO Variáveis	2006 - 2011		2005 - 2012		2004 - 2013	
	BETA	dp	BETA	dp	BETA	dp
Constante	-1,083 ***	0,20	-1,221 ***	0,20	-1,312 ***	0,19
TAMANHO	0,105 ***	0,01	0,115 ***	0,01	0,120 ***	0,01
CRESC RECEITA	-0,017	0,04	-0,085 ***	0,03	-0,070 **	0,03
ALAVANCAGEM	0,020	0,01	0,026 **	0,01	0,032 ***	0,01
TEMPO	0,011	0,02	0,003	0,02	-0,012	0,02
TRATAMENTO	0,004	0,05	0,004	0,05	0,017	0,05
EFEITO	-0,039	0,04	-0,042	0,04	-0,046	0,03
ALIMENTOS E BEBIDAS	-0,075	0,11	-0,109	0,11	-0,134	0,11
COMÉRCIO	0,129	0,09	0,110	0,09	0,097	0,09
CONSTRUÇÃO	0,5637 ***	0,11	0,530 ***	0,11	0,504 ***	0,11
ENERGIA ELÉTRICA	0,041	0,07	0,008	0,08	-0,021	0,08
MÁQUINAS INDUSTRIAIS	0,013	0,12	0,006	0,13	-0,011	0,13
MINERAÇÃO	0,005	0,17	-0,052	0,18	-0,090	0,18
MINERAIS NÃO METÁLICOS	0,129	0,16	0,131	0,17	0,127	0,17
OUTROS	0,115	0,08	0,098	0,08	0,082	0,08
PAPEL e CELULOSE	0,104	0,13	0,076	0,13	0,071	0,13
PETRÓLEO e GÁS	0,100	0,11	0,101	0,11	0,089	0,11
QUÍMICA	-0,048	0,11	-0,059	0,11	-0,060	0,11
SIDERÚRGIA e METALÚRGIA	0,250 ***	0,08	0,245 ***	0,08	0,232 ***	0,08
TELECOMUNICAÇÕES	0,057	0,11	0,050	0,11	0,046	0,11
TEXTIL	-0,034	0,09	-0,005	0,09	0,003	0,09
TRANSPORTES SERVIÇOS	-0,032	0,10	-0,060	0,10	-0,072	0,10
N. Obs.	273		401		527	

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: Regressão em efeito aleatório com dados organizados em painel pelo método de diferenças em diferenças. Todas as variáveis – TAMANHO, ALAVANCAGEM, CRESC RECEITA, QTOBIN e MTB (*Market to Book*) e BETA – correspondem a valores/indicadores anuais. As variáveis extraídas estão com valores em reais milhões, extraídas a partir da base de dados da empresa Economática ®. A variável TAMANHO (Ativo Total) está calculada em logaritmo natural ou logaritmo neperiano.

Períodos analisados antes e após IFRS mandatório: 2 anos antes e após (2006 – 2011); 3 anos antes e após (2005 – 2012) e 4 anos antes e após (2004 – 2013). Os anos de 2008 e 2009 foram excluídos por se tratarem do período voluntário de adoção do IFRS.

“Empresas Controladas” se refere às que adotaram padrão US GAAP anterior a 2008. “Empresas Tratadas” se refere às empresas que adotaram IFRS no período mandatório, a partir de 2010.

As variáveis dependentes são: Qtobin, MTB e Beta. Já as variáveis de controle são: Tamanho, que corresponde ao logaritmo neperiano do Ativo da empresa; Cresc Receita, que corresponde à variação anual da Receita líquida; Alavancagem, que corresponde à estrutura de capital da empresa passivo não circulante mais circulante, dividido pelo patrimônio líquido.

A variável Tempo é uma *dummy*, sendo 1 para o período a partir de 2010 e 0, caso contrário. A variável Tratamento é uma *dummy*, sendo 0 para empresas que emitem demonstrativos financeiros no padrão US GAAP antes de 2008 e 1, caso contrário. E a variável de interesse analisada corresponde ao Efeito, que equivale a uma *dummy* resultada da multiplicação entre as variáveis Tempo e Tratamento. Esta variável captura o efeito de diferenças em diferenças. As outras variáveis correspondem às *dummies* do setor, sendo 1 para empresas pertencentes ao setor e 0, caso contrário.

*; ** e *** denotam significância aos níveis de 10%; 5% e 1%, respectivamente.