

VALUE RELEVANCE DAS PROPRIEDADES PARA INVESTIMENTO NO SETOR DE EXPLORAÇÃO DE IMÓVEIS

VALUE RELEVANCE OF INVESTMENT PROPERTY IN THE REAL ESTATE INDUSTRY

VALOR RELEVANCE DE LAS PROPIEDADES DE INVERSIÓN EN EL SECTOR DE EXPLOTACIÓN DE INMUEBLES

RESUMO

A adoção do CPC 28 nas empresas que possuem ativos reconhecidos como Propriedades para investimento (PPIs) incorreu em novos procedimentos contábeis, tanto no sentido de reconhecer em separado esses ativos, quanto pela flexibilidade do método de mensuração, permitindo a escolha entre valor justo e custo histórico. Nesse sentido, esse trabalho se propôs a investigar, sob a perspectiva do *value relevance*, a relevância e a confiabilidade das mensurações das PPIs, avaliando se existe evidências de diferenças nesses atributos conforme o método de mensuração adotado, utilizando para tanto o modelo de Ohlson (1995) adaptado. Trabalhou-se com as empresas do setor de Exploração de Imóveis, listadas na BM&FBovespa, no período de 2010 a 2016. Verificou-se então que as PPIs apresentaram *value relevance* para todo o período analisado, independentemente se reconhecidas pelo valor justo ou custo histórico. No entanto, os resultados evidenciaram que as PPIs reconhecidas pelo valor justo apresentam baixa confiabilidade em comparação as PPIs reconhecidas pelo custo histórico e que o valor justo divulgado em notas explicativas das PPIs reconhecidas pelo custo se mostraram relevantes e melhoraram a associação dos números contábeis com o valor de mercado, embora também apresentem baixa confiabilidade, e que o resultado líquido afetado pela variação do valor justo não apresentou *value relevance*. Observou-se ainda que o valor justo resulta em informações mais relevantes, apesar da baixa confiabilidade, e que a variação ao valor justo reconhecidas no resultado impactam negativamente do *value relevance* do lucro contábil.

Fabiano Ferreira Batista, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – Doutorado (UFPB), João Pessoa, PB, Brasil.

Edilson Paulo, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – Doutorado (UFPB), João Pessoa, PB, Brasil.

Artigo Submetido em 14.11.2017.
Aprovado em 22.12.2017.
Avaliado pelo processo de *double blind review*.

Palavras-chave: Propriedades para Investimento. Value relevance. Valor Justo. IAS 40.

ABSTRACT

The adoption of CPC 28 by companies that have assets recognized as Investment Properties (IPs) result in new accounting procedures, both for separately recognizing these assets and for the flexibility of the measurement method, allowing the choice between fair value and historical cost. In this sense, this paper intends to investigate, from the perspective of value relevance, the relevance and reliability of IPs measurements, evaluating whether there is evidence of differences in these attributes according to the adopted method of measurement, using Ohlson's model (1995) adapted. We worked with the real estate companies listed on the BM&FBovespa from 2010 to 2016. It was verified that IPs presented value relevance for the entire period analyzed, regardless of whether they are recognized at fair value or historical cost. However, the results showed that the IPs recognized at fair value present low reliability in comparison to the IPs recognized by the historical cost and fair value disclosed in explanatory notes of the IPs recognized by

the historical cost were relevant and improved the association of the accounting numbers with the market value, although they also present low reliability, and that the net result affected by the fair value variation did not present value relevance. It was also observed that fair value results in more relevant information, despite the low reliability, and that the change in fair value recognized in profit or loss impacts negatively the value relevance of the accounting profit.

Keywords: Investment Properties. Value Relevance. Fair Value. IAS 40.

RESUMEN

La adopción del CPC 28 en las empresas que poseen activos reconocidos como Propiedades para inversión (PPIs) incurrió en nuevos procedimientos contables, tanto en el sentido de reconocer por separado esos activos, como por la flexibilidad del método de medición, permitiendo la elección entre valor razonable o costo histórico. En este sentido, este trabajo se propuso investigar, desde la perspectiva del value relevance, la relevancia y la confiabilidad de las mediciones de las PPIs, evaluando si existen evidencias de diferencias en esos atributos según el método de medición adoptado, utilizando para tanto el modelo de Ohlson (1995) adaptado. Se trabajó con las empresas del sector de Explotación de Inmuebles, listadas en la BM&FBovespa, en el período de 2010 a 2016. Se verificó entonces que las Propiedades para la Inversión presentaron value relevance para todo el período analizado, independientemente de si se reconocen por el valor razonable o costo histórico. Sin embargo, los resultados evidenciaron que las PPIs reconocidas por el valor razonable presentan una baja confiabilidad en comparación con las PPI reconocidas por el costo histórico y que el valor razonable divulgado en notas explicativas de las PPI reconocidas por el costo histórico se mostraron relevantes y mejoraron la asociación de los números contables con el valor de mercado, aunque también presentan baja confiabilidad, y que el resultado neto afectado por la variación del valor razonable no presentó value relevance. Se observó también que el valor razonable resulta en informaciones más relevantes, a pesar de la baja confiabilidad, y que la variación al valor razonable reconocidas en el resultado afectan negativamente el value relevance de los resultados contables.

Palabras clave: Propiedades para la inversión. Value relevance. Valor razonable. IAS 40.

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização do tema e problemática

O processo de convergência às normas internacionais de contabilidade, segundo informações do *International Accounting Standards Board (IASB)*¹, atingiu 124 países que exigem informações contábeis elaboradas segundo as *Internacional Financial Reporting Standards (IFRS)* e outros 12 que permitem a utilização dessas normas que apresentam como proposta o fortalecimento da transparência, promoção de maior qualidade de informações e melhoria na comparabilidade, estampando em sua estrutura conceitual a

¹ *Who uses IFRS Standards? Analysis of the IFRS jurisdiction profile*. Disponível em? <<http://www.ifrs.org/use-around-the-world/use-of-ifrs-standards-by-jurisdiction/#analysis>> Acesso em: 19 de jul. de 17

relevância e representação fidedigna (confiabilidade) como características fundamentais à utilidade da informação.

No entanto, ao mensurar a essência econômica de determinados eventos, as características de relevância e confiabilidade acabam sendo conflitantes no que diz respeito a objetividade, pela inserção de informações por vezes subjetivas. O debate em torno desse *trade-off* fica ainda evidente quando se trata de modelos de mensuração alternativos, como o custo histórico e valor justo, cada um com seus defensores e, nesse contexto, Sabadin, Gallon e Grunow (2008) e Diana (2009) comentam que o custo histórico se apresenta como medida objetiva e, portanto, verificável, mas que não implica em informações mais relevantes.

Nesse contexto, o valor justo é apontado como um método alternativo de mensuração que sanaria algumas das fragilidades do custo histórico, o que o tornou objeto de pesquisas empíricas que objetivavam apresentar evidências de que a informação baseada em valor econômico é mais relevante do que a informação baseada no custo (LUSTOSA, 2017). Iudícibus e Martins (2007) comentam que a adoção do valor justo na avaliação de ativos é um enorme salto sobre as formas tradicionais de avaliação e há muito já se discutem e analisam se esse avanço trará retornos positivos ou se deveriam ter mais cautela em sua adoção.

Em meio a discussão entre valor justo e custo histórico tem-se as às Propriedades para Investimento (PPIs), contemplada na *International Accounting Standards 40* (IAS 40) e no Pronunciamento 28 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), para as quais admite-se como forma de mensuração tanto o custo histórico como o valor justo, não havendo consenso sobre o modelo a ser escolhido e se essa flexibilidade resulta em impactos na qualidade das informações contábeis. Dessa forma, a depender da forma como essa flexibilidade está sendo utilizada, se para aumentar a qualidade da informação contábil ou para alcançar objetivos pontuais dos agentes, surge a possibilidade de gerenciar resultados (FIELDS; LYS; VINCENT, 2001).

Com base no exposto surgiu o seguinte questionamento: As PPIs mensuradas pelo valor justo apresentam maior relevância do que esses ativos mensurados pelo custo? Desse modo se propõe a investigar, sob a perspectiva do *value relevance*, a relevância e a confiabilidade das mensurações das PPI, avaliando se existe evidências de diferenças conforme o método de mensuração adotado.

Considerando os prós e contras apontados pelos pesquisadores nas discussões que envolvem a mensuração de ativos pelo valor justo, este é considerado como mais relevante que o custo histórico, uma vez que considera a variação do preço em decorrência das condições mercadológicas, ao mesmo tempo que tem sua confiabilidade questionada, sobretudo pela ausência de informações sobre as condições em que as avaliações ocorrem e quando essas avaliações ocorrem para ativos não financeiros (CHEN et al., 2015; DANBOLT; REES, 2008).

Desse modo a consolidação do processo de convergência às IFRS que alcançou a maior parte dos países, torna oportuna avaliações no sentido de verificar se a melhoria na qualidade da informação esperada com a convergência está sendo percebida pelo mercado. Aliado a isso, com relação à norma que trata das PPIs, a flexibilidade existente na mesma fomenta discussões a respeito dos determinantes que motivam os gestores na decisão entre

o custo e valor justo e qual método de avaliação resulta em melhora na qualidade da informação prestada aos usuários.

Ao que se percebe em nível internacional e nacional, aspectos relacionados com os ativos reconhecidos como PPIs podem ser explorados por diversas perspectivas, desde os fatores que justificam a escolha entre os métodos, o impacto da escolhas na assimetria, comparabilidade, confiabilidade, gerenciamento de resultados, volatilidade e o maior volume de estudos se dedicaram à relevância dos números (AHMAD; ALADWAN, 2015; DANBOLT; REES, 2008; GONÇALVES; CONEGLIAM; CARMO, 2017; ISRAELI, 2015; MULLER; RIEDL; SELLHORN, 2015; OLESEN; CHENG, 2011).

Logo, pesquisas relacionadas ao tema no contexto das entidades nas quais esses ativos são de grande representatividade, como acontece no setor de exploração de imóveis, sobretudo em países cujo mensuração a valor justo foi implementada a partir do processo de convergência, podem agregar à literatura e constituir uma base de dados que possibilitará a verificação do impacto das normas internacionais relacionadas ao assunto.

Essa pesquisa, portanto, traz como contribuição ao rol de pesquisas existentes no Brasil sobre o assunto ao passo que explora um maior período, superando possíveis influências do efeito aprendizagem dos primeiros anos de adoção em que se observou o maior volume de pesquisas relacionadas, além de comparar a relevância e confiabilidade dos modelos de mensuração para as PPIs em um contexto propício para tal comparação, dado que não há uma substituição de procedimentos ocasionado por mudança normativa, mas a coexistência de tratamentos contábeis distintos para uma mesma categoria de ativos.

Do exposto, espera-se que os resultados contribuam para verificar influências na qualidade da informação contábil decorrente da adoção do CPC 28, dada a sua peculiaridade de permitir a escolha entre custo e valor justo para a mensuração das PPIs e, dessa forma, fomentar maiores discussões sobre a flexibilidade da norma, talvez constituindo em um momento único para estudos dessa natureza, uma vez que a intenção do IASB, ao instituir a sistemática de métodos alternativos para as PPI, era possibilitar aos usuários e preparadores das informação contábeis a oportunidade para adquirir experiência na utilização do valor justo e para que os países com mercados imobiliários menos desenvolvidos tenham condições de amadurecer, bem como desenvolver profissionais para atuar em avaliações dessa natureza², podendo-se inferir que no futuro o IASB possa vir a eliminar essa flexibilidade e direcionar as mensurações à apenas um dos modelos atualmente permitidos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Escolhas contábeis

Diante de alternativas de mensuração constante no CPC 28, que trata das PPIs, recai para a entidade a decisão sobre qual política contábil se adéqua melhor ao seu objetivo e se esta escolha pode influenciar as decisões, em maior ou menor grau, dos usuários das informações dessa entidade. Nesse contexto, uma escolha contábil é a decisão tomada no

² *Basis for Conclusions on IAS 40 Investment Property* – BC 12

âmbito da entidade que impacta na informação contábil, seja motivada por comportamento oportunista, Governança Corporativa, desempenho da firma, assimetria da informação e regulação, não havendo um consenso sobre a real finalidade dessas escolhas (FIELDS; LYS; VINCENT, 2001).

Fields, Lys e Vincent (2001) especificaram três categorias de objetivos ou motivações para a escolha contábil: contratação, precificação de ativos e influência das partes externas, corroborando, segundo eles, com a classificação de Watts e Zimmerman (1986) e Holthausen e Leftwich (1983). Com relação à categoria de precificação de ativos, ela tem como foco corrigir problemas resultantes da imperfeição do mercado em agregar informação aos ativos e esse tipo de escolha contábil é utilizada para que os gestores, como a parte “melhor informada”, informem aos usuários externos sobre o tempo, magnitude e risco de fluxos de caixa futuros, ao mesmo tempo que podem angariar remunerações mais elevadas, sinalizando autointeresse por parte dos mesmos. Essa categoria das escolhas contábeis trata justamente da capacidade dos números contábeis de influenciar os usuários externos em suas decisões.

Em mercados eficientes, a maioria dos pesquisadores levam em consideração a hipótese de que, diante da ausência de efeitos de métodos contábeis alternativos sobre os fluxos de caixa da empresa, os investidores não alteram a sua avaliação dos preços das ações (FIELDS; LYS; VINCENT, 2001). Por outro lado, quando as escolhas contábeis não possuem um efeito direto no fluxo de caixa, mas afetam o preços das ações, surgem os incentivos gerenciais na realização das escolhas (WAWERU; NTUI; MANGENA, 2011).

2.2 Qualidade da informação contábil e o *trade-off* entre relevância e confiabilidade

Fixado o objetivo da contabilidade em subsidiar processos decisórios de seus usuários, no sentido destes confirmarem ou revisarem decisões sobre alocação ótima de recursos, órgãos normatizadores parecem ser constantemente desafiados no sentido de fomentar a qualidade da informação contábil. O próprio IASB tem como missão o desenvolvimento de padrões contábeis de qualidade aos quais espera-se que os diversos mercados de capitais converjam. Essa qualidade está relacionada com a disponibilidade de informação com finalidade de reduzir assimetria informacional (RODRIGUES, 2014).

Na estrutura conceitual do IASB tem-se como características qualitativas da informação contábil, consideradas como sendo fundamentais, a relevância e a representação fidedigna, no entanto são mencionadas outras características qualitativas de melhoria, como a comparabilidade, verificabilidade, tempestividade e compreensibilidade. “A ausência dessas características reduz a qualidade da informação e com isso pode comprometer o bom funcionamento do mercado de capitais.” (OLIVEIRA; RECH, 2012, p. 34).

Se detendo às características qualitativas fundamentais da estrutura conceitual do IASB/CPC, uma informação é relevante quanto é utilizada como *input* no processo decisório, reduzindo a incerteza, uma vez que tem relação com predições de eventos futuros ou na confirmação de previsões anteriormente realizadas, e a representação fidedigna, tratada nas estruturas anteriores como confiabilidade, refere-se ao atributo da informação contábil que a torna capaz de ser aceita pelo usuário e consequentemente utilizada no seu processo decisório, devendo portanto refletir fielmente o evento que se propõe representar de forma

completa, neutra e livre de erro. Assim, ter-se-á toda a informação necessária para a compreensão do fenômeno reportado, cujos procedimentos de mensuração ocorreram com ausência de viés de seleção, de erros ou omissões (CPC 00, 2011).

Os métodos de mensuração permitidos pelo CPC 28 para as PPIs, custo histórico ou valor justo, se colocam em um *trade-off* entre a relevância e confiabilidade. Weijun (2007) esclarece que, na discussão entre o *Financial Accounting Standards Board* (FASB) e o IASB, há uma tendência em direção à abordagem sequencial de aplicar a característica qualitativa da relevância em primeiro lugar e, em seguida, outras qualidades, incluindo a confiabilidade.

Christensen e Nikolaev (2013) comentam que o movimento em direção às mensurações de ativos ao valor justo por parte dos organismos de normatização sugerem que a solução eficiente passou para o lado da relevância nesse *trade-off*, permitindo inferir que os benefícios da relevância do valor justo superam o custo da menor confiabilidade. Esses autores ainda reforçam essa ideia trazendo um posicionamento do L. Todd Johnson, gerente sênior de projetos da FASB, em que o mesmo reitera que o valor justo se apresenta como mais relevante que o custo histórico, por refletir melhor a situação financeira das entidades, facilitando a avaliação de desempenho e na predição de eventos futuros, e que o FASB não aceitava a ideia de que a confiabilidade deveria sobrepor relevância nas mensurações.

2.3 Value relevance

Para determinar se uma informação possui ou não determinado atributo é comum identificar na literatura pesquisas empíricas que fizeram uso de *proxies*. O *value relevance*, na visão de Dechow, Ge, Schrand (2010), é uma *proxy* para qualidade da informação contábil e, de acordo com Barth, Beaver e Landsman (2001), relaciona os valores de mercado das ações com números contábeis permitindo inferir, de forma conjunta, a relevância e confiabilidade, uma vez que havendo associação entre uma determinada variável contábil com uma variável de mercado, presume-se haver relevância daquela informação no processo de avaliação e, ao mesmo tempo, se esta variável foi utilizada é porque um certo grau de confiabilidade também é estabelecido.

Holthausen e Watts (2001) apontam que os estudos de *value relevance* podem ser de associação relativa, quanto investigam a associação entre os preços (ou retornos) de mercado e números contábeis mensurados com diferentes normas contábeis de modo que a norma que gera um número contábil com maior *value relevance* é a que possui a regressão com o maior R^2 . Podem ser ainda de associação incremental, quando a variável contábil de interesse é inserida em algum modelo de avaliação para testar sua contribuição incremental, cuja análise se dá por meio da significância e direção dos resultados obtidos pelos coeficientes angulares das variáveis contábeis em questão. Por fim, os estudos de conteúdo informacional marginal, cujo objetivo é analisar se um valor contábil específico acrescenta informações para investidores.

De acordo com Barth, Beaver e Landsman (2001) as pesquisas de *value-relevance* são projetadas para fornecer evidências para a contabilidade normatizadora que podem atualizar suas crenças anteriores sobre como os valores contábeis são refletidos nos preços das ações e, portanto, pode ser informativo para suas deliberações sobre normas contábeis.

Isso porque, ao examinar como os preços das ações refletem o custo histórico e valor justo tem-se evidências acerca da relevância e confiabilidade das medidas, que são as duas características qualitativas fundamentais, podendo informar as deliberações do normatizador sobre o uso de contabilidade pelo valor justo.

Assim, o presente estudo se apresenta como um estudo de *value relevance* que investiga a associação incremental e o conteúdo informacional marginal das PPIs de modo a avaliar a relevância e a confiabilidade da mensuração desses ativos e se existe evidências de que um método resulta em maior qualidade em comparação ao outro.

2.4 Estudos anteriores

No que diz respeito a pesquisas relacionadas ao tema, em nível internacional, percebe-se que as problemáticas se concentram, basicamente, em torno dos prós e contras da mensuração pelo valor justo, fatores que motivam a decisão, relação com confiabilidade e relevância, volatilidade dos resultados e efeito sobre assimetria da informação.

Dietrich, Harris e Muller (2001) investigaram a confiabilidade das PPIs avaliadas ao valor justo e encontraram evidências de que as estimativas de valor justo se mostraram conservadoras e com reduzida tendenciosidade, apresentando maior *value relevance* do que o custo histórico. Concluíram ainda que avaliadores externos e auditores independentes monitorando as estimativas de valor justo tem efeito positivo na confiabilidade das mesmas. Nellesen e Zülch (2011), em contraposição, verificaram que as estimativas de valor justo apresentam desvios importantes em relação à capitalização do mercado e que esses desvios resultam em falta de confiabilidade que por sua vez podem estar relacionadas com as limitações de avaliações e a diversidade de abordagens que orientam as avaliações, na falta de uma orientação geral e específica à elaboração de *financial reporting*.

Lourenço e Curto (2008) analisaram o impacto da escolha na confiabilidade e na assimetria da informação de empresas imobiliárias listadas na França, Alemanha, Suécia e Reino Unido, considerando a percepção dos investidores, principalmente na forma como estes precificam essas escolhas diferentes. Os resultados mostram que os investidores precificam diferente conforme método de mensuração escolhido, não deixando claro qual apresenta maior *value-relevance*.

Navarro-Galera, Pérez-López e Rodríguez-Ariza (2010) fizeram uma comparação entre a relevância e confiabilidade das mensurações das PPIs para empresas exploradoras de imóveis na Espanha, sob a perspectiva dos diretores financeiros e chegaram à conclusão de que o valor justo melhora a utilidade da informação, no sentido de avaliar a solvência da empresa, melhora a comparabilidade, bem como aspectos da atualidade das informações e sua compreensão, no entanto comprometem a confiabilidade influenciando negativamente a adoção do valor justo.

No Brasil, pelo fato da adoção inicial do CPC 28 ter acontecido no exercício de 2010, as pesquisas ainda limitadas, quando às evidências empíricas. Batista *et al.* (2013), ao verificar como as empresas brasileiras do setor de exploração de imóveis têm mensurado as PPIs observou uma reduzida quantidade de empresas que utilizam o valor justo para a mensuração desses ativos e que essas tinham como característica em comum a representatividade das PPIs em relação aos demais ativos.

Costa, Silva e Laurencel (2013) analisaram o *value relevance* do valor justo das PPI, dentre outros ativos, pelas empresas brasileiras não financeiras de capital aberto nos anos de 2010 e 2011 chegando a conclusão de que as mensurações a valor justo para as classes de ativos avaliados resultaram em um incremento no *value relevance*.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para o atendimento dos objetivos dessa proposta de pesquisa, tem-se como população as empresas brasileiras de capital aberto, listadas na BM&FBovespa, do setor de Exploração de Imóveis. A escolha por esse setor se justifica pelo fato de que a atividade principal dessas empresas encontra relacionada com o ativo objeto dessa pesquisa e, conseqüentemente, são diretamente afetadas pelo CPC 28. No entanto, analisando as demonstrações contábeis das empresas desse setor observou-se que 2 delas não possuíam ativos reconhecidos como PPIs e que uma delas atua no setor Agrícola e possui exercício contábil diferente do exercício social o que prejudicaria na determinação do período de estudo. Assim, das 12 empresas do setor de exploração de imóveis, a amostra passa a ser constituída de 9 empresas.

O corte temporal em análise considera o período compreendido entre 2010, ano da adoção inicial do CPC 28, e 2016, considerando dados trimestrais, coletados no banco de dados do Economática® e através das notas explicativas das referidas empresas, disponibilizadas no *site* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Para analisar se as mensurações das PPIs apresentam associação com o valor de mercado da empresa e se esta diverge conforme as alternativas de mensurações das PPI, utilizar-se à, como suporte, o modelo de Ohlson (1995) que leva em consideração o valor de mercado da ação como variável dependente e o lucro e Patrimônio Líquido como as variáveis explicativas. Assim, considerando que o objetivo dessa investigação é investigar aspectos relacionados ao *value relevance* de um grupo específico de ativos, as PPIs, o Patrimônio Líquido passa a ser segregado em Ativo e Passivo e posteriormente isola as PPIs do Ativo Total, a equação modelo fica assim especificada:

$$VMA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ATSPPI_{it} + \alpha_2 PPI_{it} - \alpha_3 PT_{it} + \alpha_4 RL_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde VMA_{it} é o preço da ação quatro meses após o encerramento do respectivo trimestre, uma vez que se espera que as informações contábeis, se relevantes, já estariam refletidas no preço; $ATSPPI$ representa o total de ativos excluído o valor reconhecido como PPIs, PPI é o valor reconhecido no balanço das PPIs e RL é o Resultado Líquido do trimestre. Todas as variáveis foram deflacionadas pela quantidade de ações.

No intuito de verificar se as PPIs avaliadas pelo custo ou pelo valor justo apresentam diferenças quanto ao *value relevance*, a variável PPI foi dividida em duas outras variáveis, cujo subscrito (C ou VJ) identificam como esses ativos foram mensurados, acompanhada de uma *dummy* representativa do modelo escolhido (DC - *dummy* para método de Custo e DVJ – *dummy* para método do Valor Justo), utilizando “1” caso seja o método escolhido e “0” caso contrário.

$$VMA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ATSPPI_{it} + \alpha_2(PPI_{C_{it}} \times DC) + \alpha_3(PPI_{V_{jit}} \times DVJ) - \alpha_4 PT_{it} + \alpha_5 RL_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Do mesmo modo, considerando que aquelas empresas que optam pelo Custo para a mensuração das PPIs precisam divulgar em notas explicativas o valor justo desses ativos e que, desse modo, o usuário tem a informação disponível, substitui o valor reconhecido pelo valor justo divulgado em notas explicativas, conforme explícito na equação 3.

$$VMA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ATSPPI_{it} + \alpha_2(PPI_{V_{jit}} \times DC) + \alpha_3(PPI_{V_{jit}} \times DVJ) - \alpha_4 PT_{it} + \alpha_5 RL_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

A regressão operacionalizada conforme Equação 2 será tratada nas análises de Modelo 1 (M1) e aquela que substitui o valor reconhecido para as PPIs pelo seu respectivo valor justo divulgado (Equação 3) de Modelo 2 (M2).

Após a definição dos modelos e dada a reduzida quantidade de observações de estudo, optou-se pela abordagem de dados em painéis que, segundo Gujarati (2011), ao mesclar séries temporais com *cross-section*, estuda a influência de variáveis explicativas sobre uma variável dependente para um conjunto de observações ao longo do tempo. Outra vantagem, segundo Pindyck e Rubinfeld (2004), trata-se da redução de problemas de multicolinearidade entre as variáveis explicativas.

Considerando a existência de três abordagens distintas para a operacionalização da regressão com dados em painéis, a *Pooled Ordinary Least Square (POLS)*, efeitos fixos e efeitos aleatórios, com diferenças na estimação do intercepto, parâmetros das variáveis explicativas e constante, procedeu-se com os testes recomendados pela literatura para diagnosticar a melhor abordagem, conforme resumidos no Tabela 1, em que rejeita-se H_0 , se o *p-value* for próximo de zero.

Tabela 1 - Resultados dos testes de especificação dos modelos

		Modelos ^a	
		M1	M2
Teste F-Chow	H ₀ : <i>POLS</i> H ₁ : Efeitos fixos	0,145285	0,25665
Teste de Breusch-Pagan	H ₀ : <i>POLS</i> H ₁ : Efeitos aleatórios	3,5046	2,7116
Teste de Hausman	H ₀ : Efeitos aleatórios H ₁ : Efeitos fixos	1,1369	1,524
Conclusão		POLS	POLS
Teste e White	H ₀ : Sem heterocedasticidade	97,5036***	40,701***
Teste de Normalidade	H ₀ : Erro tem distribuição normal	19,0082***	21,755***
Durbin-Watson	H ₀ : Erros não correlacionados	1,4431	1,9279

Nota: a: Na primeira linha é exibido a estatística do teste e na segunda linha o seu respectivo p-valor

* Se $p < 0,10$; ** Se $p < 0,05$; *** Se $p < 0,01$

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que, a um nível de significância de 1%, os testes sugerem que a abordagem adequada é a de *POLS* e, devido a uma das empresas estudadas não possuir dados para todo o período analisado, os testes foram operacionalizados na forma de um painel não balanceado.

Quanto ao atendimento dos pressupostos do modelo, observa-se que o teste de White indica que a hipótese de que as variâncias dos resíduos são homocedásticas pode ser

rejeitada, ao nível de 1%, para ambos os modelos, que passaram a ser estimados com correção robusta para heterocedasticidade de White. Por meio do teste de Jarque-Bera, a hipótese de que os resíduos se distribuem normalmente foi rejeitada, ao nível de significância de 1%, também para ambos os modelos. Observou-se ainda indícios de autocorrelação positiva dos resíduos (teste de Durbin-Watson) para o modelo 1, entretanto, como o foco da regressão estimada é o de analisar apenas o coeficiente de variáveis específicas, ou seja, não é um modelo de previsão, esses pressupostos podem ser relaxados (GUJARATI, 2011).

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

Para a realização das análises necessárias ao cumprimento do objetivo proposto nessa pesquisa, buscou-se inicialmente identificar, nas notas explicativas das empresas do setor de exploração de imóveis e verificou-se que das 9 empresas que compõe o estudo, apenas 3 (33%) mensuram as PPIs pelo valor justo em todo o período e 1 empresa mudou de opção durante o período analisado. Assim, no término desse estudo 5 empresas continuam a reconhecer as PPIs pelo custo e 4 reconhecem pelo valor justo.

Quanto à verificação da associação entre as variáveis contábeis e de mercado, através do modelo de Ohlson especificado nos procedimentos metodológicos, os resultados das regressões foram estimados a partir dos Modelos 1 e 2 cujo objetivo foi buscar evidências empíricas quanto à relevância e confiabilidade na mensuração das PPIs, conforme o método de mensuração escolhido. Veja estimativa para o modelo 1 (tabela 2).

Tabela 2 – Resultados da Regressão para o modelo 1

Painel A				
Variável Explicativa	Coefficiente	Erro-padrão	Estatística t	VIF
C	5,98171	0,863607	6,9264***	
ATSPPI _i	1,18042	0,127123	9,2856***	1,795
PPI _C X DC	1,61673	0,0625453	25,849***	4,998
PPI _{VJ} X DVJ	0,872473	0,0408872	21,338***	6,268
PT	-1,50411	0,0667912	-22,519***	4,135
RL	0,29874	0,808863	0,3693	1,257

Painel B			
Descrição	Valor	Descrição	Valor
R ²	0,579502	Teste F	66,977***
R ² Ajustado	0,570849	Schwarz	1819,945
Observações	249	Akaike	1798,84

Painel C		
Descrição	PPIVJ=1	PPIC=1
Teste Wald	-0,1275*	0,6167

* Se p < 0,10; ** Se p < 0,05; *** Se p < 0,01
Equação: $VMA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ATSPPI_{it} + \alpha_2 (PPI_{Cit} \times DC) + \alpha_3 (PPI_{VJit} \times DVJ) - \alpha_4 PT_{it} + \alpha_5 RL_{it} + \epsilon_{it}$

Fonte: Dados da pesquisa.

O painel A, apresenta os coeficientes estimados para as variáveis explicativas do valor de mercado que, por sua vez, apresentaram significância estatística ao nível de 1% e com o

sinal esperado, exceto o Resultado Líquido (RL). Tal resultado sugere que, para as empresas analisadas, o Resultado líquido não apresentou *value relevance*, dada a sua falta de associação com o valor de mercado das empresas.

Assim, considerando o objetivo do estudo de verificar diferença entre o *value relevance* conforme escolha contábil (custo ou valor justo para o reconhecimento das PPIs) recorreu-se ao teste de Wald para analisar se o coeficiente das variáveis $PPI_{Cit} \times DC$ e $PPI_{Vjit} \times DVJ$, que representam a escolha, eram estatisticamente iguais a 1 e, com isso, poder inferir como esses valores são percebidos pelo mercado, se neutros, agressivos ou conservadores. Conforme a literatura, se o peso atribuído pelo mercado a um número contábil for estatisticamente igual à informação apresentada pela contabilidade (verificado pelo coeficiente de inclinação da variável quando este se iguala a 1), infere-se pela evidência de que a informação é confiável (DAHMASH; DURAND; WATSON, 2009).

Observa-se no Painel C, ao nível de significância de 10%, que a informação o valor justo das PPIs é considerada como estando superavaliada, de modo que para cada 1 real reconhecido o mercado atribuiu 0,8724 reais (DAHMASH; DURAND; WATSON, 2009), corrigindo a avaliação para menos. Diferentemente do que se observa ao realizar o mesmo teste para a variável $PPI_{Cit} \times DC$, em que a mesma apresenta *p-value* insignificante para o teste de Wald, indicando que o seu coeficiente de inclinação é igual a 1 e, portanto, não existe diferença entre o valor contábil e o valor percebido pelo mercado, sendo essa mensuração, portanto, neutra.

Outra inferência que pode ser feita, conforme Barth, Beaver e Landsman (2001) é que, se o valor contábil apresenta significância estatística, mas com o sinal esperado invertido, infere-se que aquele valor é relevante, porém não é totalmente confiável. No caso em análise, a mensuração das PPIs a valor justo, apesar de ser vista como agressiva, apresenta indícios de mensuração confiável, por apresentar sinal igual ao sinal esperado.

Considerando que no Modelo 2 o Resultado Líquido não apresentou *value relevance* testou-se o lucro das empresas que reconheceram as PPIs pelo valor justo separadamente (Tabela 3), isso porque o resultado dessas empresas é diretamente influenciado pela variação do valor justo o que pode está impactando na sua relevância.

Tabela 3 – Resultados da Regressão para o Modelo 1 com lucro segregado por Escolha

Painel A				
Variável Explicativa	Coefficiente	Erro-padrão	Estatística t	VIF
C	6,53984	2,01015	3,253 ^{***}	
ATSPPI _i	1,03828	0,211959	4,898 ^{***}	1,859
PPI _C x DC	1,50316	0,106626	14,097 ^{***}	5,473
PPI _{VJ} x DVJ	0,831788	0,083015	10,019 ^{***}	6,386
PT	-1,4179	0,124751	-11,365 ^{***}	4,291
RL x DC	5,94161	1,71173	3,471 ^{***}	1,328
RL x DVJ	-0,51362	0,74037	-0,6937	1,184

Painel B			
Descrição	Valor	Descrição	Valor
R ²	0,6011	Teste F	66,734 ^{***}
R ² Ajustado	0,5912	Schwarz	1812,34
Observações	249	Akaike	1787,72

* Se p < 0,10; ** Se p < 0,05; *** Se p < 0,01
Equação: $VMA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ATSPPI_{it} + \alpha_2 (PPI_{Cit} \times DC) + \alpha_3 (PPI_{Vjit} \times DVJ) - \alpha_4 PT_{it} + \alpha_5 (RL_{it} \times DC) + \alpha_6 (RL_{it} \times DVJ) + \varepsilon_{it}$

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se através dos resultados evidenciados na Tabela 3 que a falta de *value relevance* apresentado pelo Resultado Líquido (Tabela 1) está sendo direcionada pelos resultados das empresas que optaram pelo valor justo e que, em decorrência disso, adicionaram valor não realizado aquele resultado, o que sugere que tal número passa a ser visto como não confiável por parte dos usuários em seus modelos decisórios.

Na Tabela 4 é evidenciado os resultados da regressão estimada para o Modelo 2 e no Painel A observa-se que todas as variáveis independentes apresentaram-se significativas, ao nível de 1% (teste t), exceto RL que mostrou-se significante a 5%. Tal resultado ratifica os resultados encontrados para M1 e sugere que as PPIs, possuem *value relevance* na determinação do valor de mercado das empresas, mesmo considerando o valor justo divulgado pelas empresas que optaram pelo custo no modelo.

O teste Wald, para as 2 variáveis de interesse (PPI_{VJ} x DC e PPI_{VJ} x DVJ) indica que o valor justo para as PPIs, seja reconhecido no balanço ou divulgadas em notas explicativas, são estatisticamente diferente daquele precificado pelo mercado, o que, associado ao coeficiente apresentado para ambas as variáveis infere-se que há uma ponderação para menos desses valores, mas que apresenta indícios de mensuração confiável, uma vez que apresentou o sinal esperado.

Tabela 4 – Resultados da Regressão para o modelo 2

Painel A				
Variável Explicativa	Coefficiente	Erro-padrão	Estatística t	VIF
C	6,91546	0,666993	10,368***	
ATSPPI _i	0,325113	0,0309296	10,511***	1,564
PPI _{VJ} X DC	0,585905	0,0211889	27,651***	2,460
PPI _{VJ} X DVJ	0,567062	0,0226231	25,066***	3,266
PT	-0,769553	0,0274566	-28,028***	2,010
RL	1,04562	0,426071	2,454**	1,193

Painel B			
Descrição	Valor	Descrição	Valor
R ²	0,7801	Teste F	172,38***
R ² Ajustado	0,7755	Schwarz	1658,56
Observações	249	Akaike	1637,45

Painel C		
Descrição	PPIVJ=1	PPIC=1
Teste Wald	-0,4329**	-0,4141**

* Se p < 0,10; ** Se p < 0,05; *** Se p < 0,01

Equação: $VMA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ATSPPI_{it} + \alpha_2 (PPI_{VJit} \times DC) + \alpha_3 (PPI_{VJit} \times DVJ) - \alpha_4 PT_{it} + \alpha_5 RL_{it} +$

Fonte: Dados da pesquisa.

Comparando o Modelo 1 com o Modelo 2, através dos seus respectivos R² ajustados e as estatísticas SIC e AIC observa-se que, ao introduzir o valor justo divulgado ao modelo, em substituição ao custo histórico, obteve-se um melhor ajustamento dos dados contábeis ao valor de mercado, permitindo inferir que, embora divulgado em notas explicativas, o valor justo das PPIs mensuradas pelo custo pode ser utilizado como *input-to-valuation*, aproximando o valor patrimonial ao valor de mercado.

Desse modo, com base na classificação dos estudos de *value relevance* feita por Holthausen e Watts (2001), na perspectiva da Associação Relativa o valor justo divulgado aumentou a relevância dos números contábeis apesar de, na perspectiva da Associação Incremental e na perspectiva de Conteúdo informacional, as PPIs mensuradas pelo valor justo apresentam menor *value relevance* do que quando esses ativos são mensurados pelo Custo Histórico, da mesma forma que o resultado afetado pela variação do valor justo não apresentou *value relevance*, o que permite inferir a baixa confiabilidade desses números para o mercado, assim como as evidências apresentadas por estudos anteriores (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001; DIETRICH; HARRIS; MULLER, 2001; LANDSMAN, 2007; NAVARRO-GALERA; PÉREZ-LÓPEZ; RODRÍGUEZ-ARIZA, 2010; NELLESSEN; ZUELCH, 2011).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A adoção do CPC 28 nas empresas que possuem ativos reconhecidos como Propriedades para investimento incorreu em novos procedimentos contábeis para as mesmas, tanto no sentido de reconhecer em separado esses ativos, quando pela flexibilidade do método de mensuração, permitindo a escolha entre valor justo ou custo, exigindo das empresas que optassem por essa segunda opção a divulgação do valor justo em

notas explicativas. Tal fato, em discussão do ED 64 do IASB, foi visto como uma oportunidade para que as empresas, os avaliadores e o mercado se adaptassem à mensuração do valor justo. Dessa forma, o CPC 28 fomenta indiretamente discussões relacionadas à relevância versus a confiabilidade das mensurações ao valor justo e, uma vez que há escolha, mostra-se pertinente estudos que avaliem o efeito dessa escolha sobre essas características qualitativas da informação contábil, classificadas tanto na estrutura conceitual do IASB quanto do CPC como sendo fundamentais para a utilidade da informação contábil.

Assim, esse trabalho se propôs a investigar, sob a perspectiva do *value relevance*, a relevância e a confiabilidade das mensurações das PPIs, avaliando se existe evidências de diferenças conforme o método de mensuração adotado, utilizando para tanto o modelo de Ohlson (1995) adaptado.

Verificou-se então que as mensurações por ambos os modelos apresentaram significância estatística na determinação do valor de mercado das empresas, sugerindo que os mesmos apresentaram *value relevance* e confiabilidade para o mercado, podendo inferir que a mensuração a valor justo pode ter contribuído no sentido de aproximar à informação contábil ao valor de mercado dos ativos objetos dessa investigação. No entanto, os resultados evidenciaram que as PPIs mensuradas pelo valor justo possuem baixa confiabilidade, em comparação à esses ativos mensurados pelo custo, sendo consideradas como superavaliadas. Em comparação, observou-se que as mensurações das PPIs pelo custo, além de apresentarem relevância e confiabilidade, não se distanciaram do valor de mercado. Observou-se ainda que, mesmo sendo divulgado em notas explicativas, o valor justo das PPIs avaliadas no Balanço pelo custo, se mostraram relevantes na associação com o valor de mercado.

Do exposto, percebe-se que há uma maior utilização do método do custo, seja na perspectiva externa, evidenciada pelos achados dessa pesquisa em comparação ao valor de mercado, quanto pela perspectiva interna, ao tomar pela maior parte das empresas estudadas em optarem pelo custo, mesmo tendo que divulgar o valor justo e se submeterem ao custo de produzir essa informação.

Salienta-se ainda que, ao estudar a relevância e a confiabilidade da mensuração de ativos a valor justo em comparação ao custo, não se pretende entrar no mérito da discussão sobre qual modelo é melhor, mas fomentar discussão a respeito da pertinência de se manter a flexibilidade quanto ao método de mensuração das PPIs, ou se seria mais adequado direcionar para um único modelo. Não se pretende ainda generalizar esses resultados, uma vez que se limita à metodologia utilizada, à amostra e ao período analisado.

REFERÊNCIAS

AHMAD, F. B. A.; ALADWAN, M. S. The Effect of Fair Value Accounting on Jordanian Investment Properties An Empirical Study on Jordanian Listed Real Estate Companies. **International Journal of Financial Research**, v. 6, n. 4, p. 99–113, 2015.

BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view. **Journal of Accounting and**

Economics, v. 31, n. 1–3, p. 77–104, 2001.

BATISTA, F. F. et al. Uma análise da mensuração e evidenciação de Propriedades para Investimento nas companhias brasileira do Setor de Exploração de Imóveis. **Revista Ambiente Contábil**, v. 5, n. 1, p. 281–299, 2013.

CHEN, C. et al. **Earnings management, firm Location, and financial reporting discretion: An analysis of fair value reporting for investment property in an emerging market**. 2015. Disponível em: <<https://goo.gl/PqasLK>>.

CHRISTENSEN, H. B.; NIKOLAEV, V. V. Does fair value accounting for non-financial assets pass the market test? **Review of Accounting Studies**, v. 18, n. 3, p. 734–775, 2013.

COSTA, T. A.; SILVA, A. H. C.; LAURENCEL, L. C. Escolha de práticas contábeis : um estudo sobre propriedades para investimento em empresas brasileiras não financeiras de capital aberto. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 18, n. 1, p. 25–36, 2013.

DAHMASH, F. N.; DURAND, R. B.; WATSON, J. The value relevance and reliability of reported goodwill and identifiable intangible assets. **British Accounting Review**, v. 41, n. 2, p. 120–137, 2009.

DANBOLT, J.; REES, W. An Experiment in Fair Value Accounting: UK Investment Vehicles. **European Accounting Review**, v. 17, n. 2, p. 271, 2008.

DECHOW, P. M.; GE, W.; SCHRAND, C. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2–3, p. 344–401, 2010.

DIANA, C. I. Historical cost versus Fair value. **Finances Banks and accountancy**, v. 3, n. 62, p. 860–865, 2009.

DIETRICH, J. R.; HARRIS, M. S.; MULLER, K. A. The reliability of investment property fair value estimates. **Journal of Accounting and Economics**, v. 30, n. 2, p. 125–158, 2001.

FIELDS, T. D.; LYS, T. Z.; VINCENT, L. Empirical research on accounting choice. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1–3, p. 255–307, set. 2001.

GONÇALVES, K. A.; CONEGLIAM, L.; CARMO, C. H. S. Value Relevance Das Propriedades Para Investimento : Evidências Do Mercado De Capitais Brasileiro . **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 20, n. 1, p. 2–19, 2017.

GUJARATI, D. N. **Econometria Básica**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2011.

HOLTHAUSEN, R. W.; LEFTWICH, R. W. The economic consequences of accounting choice

implications of costly contracting and monitoring. **Journal of Accounting and Economics**, v. 5, p. 77–117, 1983.

HOLTHAUSEN, R. W.; WATTS, R. L. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1–3, p. 3–75, 2001.

ISRAELI, D. Recognition versus disclosure: evidence from fair value of investment property. **Review of Accounting Studies**, v. 20, n. 4, p. 1457–1503, 2015.

IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E. Uma Investigação e uma proposição sobre o conceito do valor justo. **Revista de Contabilidade e Finanças da USP**, v. Edição 30, p. 9–18, 2007.

LANDSMAN, W. R. Is Fair Value Accounting Information Relevant and Reliable? **Accounting and Business Research**, v. 37, n. sup1, p. 19–30, 2007.

LOURENÇO, I. C.; CURTO, J. D. **The value relevance of investment property fair values**. 2008. Disponível em: <<https://goo.gl/B8DAwP>>.

LUSTOSA, P. R. B. A (In?) Justiça do Valor Justo: SFAS 157, Irving Fisher e GECON. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 5, n. 1, p. 5–21, 2017.

MULLER, M. A.; RIEDL, E. J.; SELFHORN, T. Recognition versus disclosure of fair values. **Accounting Review**, v. 90, n. 6, p. 2411–2447, 2015.

NAVARRO-GALERA, A.; PÉREZ-LÓPEZ, M. C.; RODRÍGUEZ-ARIZA, L. Fair Value of Real Estate and Utility of Financial Statements of Construction Companies. **International Real Estate Review**, v. 13, n. 3, p. 323–350, 2010.

NELLESEN, T.; ZUELCH, H. The reliability of investment property fair values under IFRS. **Journal of Property Investment & Finance**, v. 29, n. 1, p. 59–73, 2011.

OHLSON, J. A. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, n. 2, p. 667–687, 1995.

OLESEN, K.; CHENG, F. Convergence of accounting standards does not always lead to convergence of accounting practices: The case of China. **Journal of Business and Accounting**, v. 4, n. 1, p. 23–58, 2011.

OLIVEIRA, A. T.; RECH, I. J. Conteúdo informativo da contabilidade. In: LOPES, A. B. (Ed.). **Contabilidade e Finanças no Brasil: estudos em homenagem ao professor Eliseu Martins**. São Paulo: Atlas, 2012.

PINDYCK, R. S.; RUBINFELD, D. L. **Econometria: modelos e previsões**. 4. ed. Rio de Janeiro:

Campus Elsevier, 2004.

RODRIGUES, J. M. Qualidade da informação contábil. In: NIYAMA, J. K. (Ed.). . **Teoria Avançada da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2014. p. 183–201.

SABADIN, A. L.; GALLON, A. V.; GRUNOW, A. Estoques de commodities: Análise do valor sob a ótica da teoria do custo corrente. **Organizações Rurais & Agroindustriais, Lavras**, v. 10, n. 1, p. 58–72, 2008.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. **Positive Accounting Theory**. Upper Saddle River, NJ: Prentice-Hall Inc, 1986.

WAWERU, N. M.; NTUI, P. P.; MANGENA, M. Determinants of different accounting methods choice in Tanzania A positive accounting theory approach. **Journal of Accounting in Emerging Economies**, v. 1, n. 2, p. 144–159, 2011.

WEIJUN, N. I. U. **The Effect of Fair Value Accounting in HKAS 40 on Real estate companies Listed in Hong Kong**, 2007.