

ADOÇÃO DO VALOR JUSTO: UM ESTUDO SOBRE A RELEVÂNCIA DO VALOR JUSTO DOS ATIVOS BIOLÓGICOS E PROPRIEDADES PARA INVESTIMENTO NAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL NOS ANOS DE 2010 E 2011

Thiago de Abreu Costa

Mestre em Ciências Contábeis

Universidade do Estado do Rio de Janeiro - UERJ

Rua São Francisco Xavier, 524, 9º andar, Bloco E, Maracanã

Rio de Janeiro - RJ

E-mail: thiago.abreu.adm@gmail.com

Fone: (21) 2334-0294

Adolfo Henrique Coutinho e Silva

Doutor em Ciências Contábeis pela USP

Universidade do Estado do Rio de Janeiro - UERJ

Rua São Francisco Xavier, 524, 9º andar, Bloco E, Maracanã

Rio de Janeiro – RJ

E-mail: adolfocoutinho@uol.com.br

Fone: (21) 2334-0294

RESUMO

O presente estudo analisou a relevância (*value relevance*) do valor justo dos ativos biológicos, propriedades para investimento e instrumentos financeiros apurado pelas empresas brasileiras não financeiras de capital aberto nos anos de 2010 e 2011 (após implementação das normas internacionais de contabilidade) na formação do preço de suas ações. Foram selecionadas para o estudo empresas não financeiras de capital aberto que foram impactadas pelo CPC 28 – Propriedades para Investimento e pelo CPC 29 – Ativos Biológicos, sendo identificadas 70 empresas no ano de 2010 e 76 no ano de 2011. A análise quantitativa utilizada foi estatística univariada (teste de diferença de média) e estatística multivariada (utilizando-se o modelo de Ohlson (1995)). Constatou-se que: (a) 8% das empresas brasileiras não financeiras de capital aberto foram impactadas pelo CPC 29 e 16% foram impactadas pelo CPC 28; (b) na média, o efeito do valor justo dos ativos biológicos e propriedades para investimento reconhecido no resultado contribuiu para o aumento dessa variável contábil das empresas analisadas, enquanto que o efeito do valor justo proveniente dos instrumentos financeiros contribuiu, na média, para diminuir o resultado; (c) o teste de diferença de média apontou que as alterações do valor justo foram responsáveis por diferenças estatísticas entre as variáveis contábeis (patrimônio líquido e resultado) com o efeito do valor justo e sem o efeito do valor justo em todos os anos e casos analisados; e (d) os resultados do modelo de Ohlson indicam que efeito do valor justo reconhecido no resultado e no patrimônio líquido foi detectado como relevante em 2010 e no *pooled*.

Palavras-chave: Valor Justo; Relevância Contábil; Propriedades para investimento; Ativos Biológicos; Instrumentos Financeiros.

Área Temática: Contabilidade para Usuários Externos

1 INTRODUÇÃO

O sistema contábil brasileiro sofreu profundas mudanças a partir do ano de 2007. Com a promulgação da lei nº 11.638 de 28 de dezembro de 2007 foi estabelecido que as empresas

brasileiras passariam a utilizar o padrão contábil internacional definido pelo IASB (*International Accounting Standards Board*), através do IFRS (*International Financial Reporting Standards*), seguindo um grande movimento mundial de harmonização das práticas contábeis.

As normas contábeis internacionais trazem consigo uma série de características completamente distintas se comparadas com as normas contábeis vigentes anteriormente no Brasil. Entre elas, destaca-se o conceito de mensuração pelo valor justo para ativos e passivos financeiros, ativos biológicos e propriedades para investimento (como forma opcional de mensuração).

Apesar de não ser um conceito recente na contabilidade (foi citado em 1976 pelo SFAS (*Statement of Financial Accounting Standards*) 16 – *Leasing* do FASB (*Financial Accounting Standards Board*) e em 1980 pelo IAS 38 – Ativos Intangíveis do IASB), o valor justo, ou *fair value*, ainda é alvo de diversas críticas, relacionadas principalmente com o seu grau de representação fidedigna e sua relevância. (LAUX; LEUZ, 2009).

De acordo com a estrutura conceitual básica definida pelo IASB, a relevância é uma das características qualitativas da informação contábil. Entende-se por relevância a capacidade da informação contábil de ser útil ao usuário da informação contábil no processo de tomada de decisão.

Diversos estudos tiveram como objetivo testar empiricamente se determinados números contábeis possuem as características qualitativas definidas pelos órgãos reguladores. Uma das metodologias empregadas para identificar uma dessas características qualitativas, a relevância da informação contábil, é conhecida como *value relevance*. De acordo com Costa Junior *et al.* (2009, p. 6), “um valor contábil será relevante, (...), apenas se esse valor refletir informações relevantes para os investidores na avaliação das empresas e a mensuração for suficientemente confiável para ser refletida no preço das ações.”

Com base no exposto o objetivo do estudo foi analisar a relevância (*value relevance*) do valor justo dos ativos biológicos, propriedades para investimento e instrumentos financeiros apurado pelas empresas brasileiras não financeiras de capital aberto nos anos de 2010 e 2011 (após implementação das normas internacionais de contabilidade) na formação do preço de suas ações.

O estudo é relevante porque contribui para o entendimento da relevância do valor justo no cenário brasileiro, bem como a relevância do valor justo relacionada aos ativos não financeiros no Brasil e, conseqüentemente, o grau de importância (*value relevance*) que os investidores atribuem ao valor justo dentro do contexto brasileiro. Além disso, o estudo contribui com novas evidências relacionadas com: (a) utilização do modelo de Ohlson no Brasil e (b) a literatura de *value relevance*.

Este artigo está organizado da seguinte forma: a segunda parte aborda o referencial teórico, a terceira parte detalha os procedimentos metodológicos, a quarta parte contém a análise dos resultados, enquanto que quinta parte apresenta as considerações finais do estudo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Valor Justo

Apesar das normas internacionais de contabilidade terem sido implementadas no Brasil a partir de 2008, já existiam referências em normas contábeis brasileiras sobre o valor justo. A referência foi feita pela NBC T 19.1, aprovada em 2005, que trata sobre o ativo imobilizado. A definição contida na NBC T 19.1(2005, p.4) é: “Valor justo é o valor pelo qual um ativo poderia ser negociado entre partes independentes e interessadas, conhecedoras do assunto e dispostas a negociar, numa transação normal, sem favorecimentos e com isenção de outros interesses”. A presença do termo valor justo nessa norma pode estar relacionada, de

acordo com Castro, Morch e Marques (2008; p. 121) “com a aproximação das normas brasileiras com as normas internacionais de contabilidade.”.

Após a adoção das normas internacionais de contabilidade no Brasil, a definição de valor justo passou a refletir a definição adotada pelo IASB, sendo que a tradução mais frequentes encontrada nos CPCs é:

Valor justo é o valor pelo qual um ativo pode ser negociado, ou um passivo liquidado, entre partes interessadas, conhecedoras do negócio e independentes entre si, com a ausência de fatores que pressionem para a liquidação da transação ou que caracterizem uma transação compulsória. (CPC 38, 2008)

Deve-se salientar que, devido à grande quantidade de pronunciamentos que utilizam o valor justo, o IASB emitiu, em 2011, o IFRS 13 – Mensuração do Valor Justo. O objetivo desse pronunciamento foi consolidar a definição, divulgação e formas de mensuração do valor justo em relação a ativos e passivos financeiros e ativos não financeiros. A definição de valor justo adotada por esse pronunciamento é: “[...] o preço que seria recebido para vender um ativo ou pago para transferir um passivo em uma transação ordenada entre participantes do mercado na data da mensuração.” (Homero Jr, 2011, p. 3).

No Brasil, a deliberação nº 699 emitida pela CVM em 20 de dezembro de 2012 determinou que a adoção do IFRS 13 será obrigatória para as companhias brasileiras de capital aberto a partir de 2013, sendo o CPC 46 o pronunciamento contábil equivalente ao IFRS 13.

Dentre os pronunciamentos contábeis emitidos pelo CPC, e que estão alinhados com as normas emitidas pelo IASB, existem aqueles que obrigam as empresas a mensurar a valor justo determinados ativos e passivos. Entre eles, destacam-se o CPC 28 – Propriedades para investimento (correspondente ao IAS 40), CPC 29 – Ativo Biológico (correspondente ao IAS 41) e o CPC 38 – Instrumentos Financeiros e *Hedge Accounting* (correspondente ao IAS 39).

Percebe-se que, ao acessar os respectivos pronunciamentos contábeis, que apesar dos ativos e passivos possuírem características distintas, os métodos de mensuração do valor justo são bastante similares. Os três pronunciamentos apontam que, ao apurar o valor justo, deve-se privilegiar a utilização do valor do ativo ou passivo em mercados ativos e do preço de ativos similares em outros mercados. Na impossibilidade de utilizar esse tipo de *input*, os pronunciamentos indicam procedimentos distintos: para propriedades para investimento, deve-se utilizar projeções baseadas em estimativas; para instrumentos financeiros deve-se utilizar técnicas de avaliação; enquanto que para ativos biológicos deve-se adotar o método do custo.

Outra similaridade entre os pronunciamentos decorre do reconhecimento dos ganhos ou perdas gerados na apuração do valor justo dos ativos biológicos, propriedades para investimento e instrumentos financeiros. De acordo com as normas, os ganhos e perdas no valor justo desses ativos devem ser reconhecidos no resultado do exercício em que foram apurados. Uma exceção deve ser feita aos ativos financeiros disponíveis para venda, que só tem seus ganhos ou perdas no valor justo reconhecidas no resultado após o desconhecimento do ativo.

Dessa forma, nota-se que as alterações no valor justo dos ativos biológicos, propriedades para investimento e instrumentos financeiros afetam diretamente o resultado apurado pelas empresas e, conseqüentemente, o valor do patrimônio líquido dessas entidades.

2.2 RELEVANCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

Dentre os diversos atributos necessários a uma informação contábil de qualidade pode-se destacar a relevância. Hendriksen e Van Breda (1990, p. 97) definem a relevância como sendo “a informação pertinente à questão que está sendo analisada”.

Essa definição demonstra que, ao ser relevante, a informação contábil apresenta dados que irão influenciar o usuário dessa informação. Hendriksen e Van Breda (1990) afirmam que a informação contábil relevante deve possuir valor preditivo (aumenta a capacidade de previsão do usuário), valor como *feedback* (confirma ou corrige as expectativas do usuários) e tempestividade (a informação deve estar disponível quando o usuário precisar dela).

De acordo com a Estrutura Conceitual Básica definida pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis, a relevância é uma característica qualitativa fundamental da informação contábil. Esse pronunciamento define a relevância da seguinte forma:

Informação contábil-financeira relevante é aquela capaz de fazer diferença nas decisões que possam ser tomadas pelos usuários. A informação pode ser capaz de fazer diferença em uma decisão mesmo no caso de alguns usuários decidirem não a levar em consideração, ou já tiver tomado ciência de sua existência por outras fontes. (2011, p. 17)

Vários estudos dedicaram-se a buscar empiricamente evidências sobre a relevância da informação contábil. Um dos primeiros estudos a adotar essa abordagem, de acordo com Lima (2010), foi o estudo de Ball e Brown, em 1968, no qual os autores analisaram se existia relação entre o valor de mercado das empresas e o lucro das mesmas. Com a evolução dos estudos, originou-se uma linha de pesquisa especificamente voltada para detectar a relevância de números contábeis. Essa linha de pesquisa é conhecida como *value relevance*.

Os estudos sobre *value relevance* buscam associar um valor contábil ao valor de mercado da empresa. Através de estudos dessa natureza é possível verificar a relevância e a confiabilidade¹ de forma empírica. (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001). Destaca-se que atributos como a relevância e a confiabilidade são considerados como fundamentais tanto para o FASB como para o IASB, o que torna os estudos de *value relevance* úteis para órgãos reguladores, investidores, administradores e usuários em geral.

Além disso, Barth, Beaver e Landsman (2000) salientam que a pesquisa sobre *value relevance* da informação contábil é de interesse de vários públicos, como pesquisadores, órgãos reguladores, gerentes de empresas, intermediários financeiros, e formuladores de política contábil. Para esses usuários, é importante entender como os números contábeis afetam o valor de mercado da empresa.

2.3 Modelos de Ohlson

O modelo de Ohlson (1995) é um modelo de avaliação de empresas em que a variável contábil patrimônio líquido tem papel destacado (Cupertino; Lustosa, 2004). Ao contrário dos outros modelos utilizados na pesquisa de *value relevance* (*balance sheet model e earning model*) que não foram baseados em um modelo de avaliação fundamentado teoricamente (Mortensen, 2009), o modelo de Ohlson é baseado no modelo de desconto de dividendos, na avaliação pelo lucro residual e na teoria da irrelevância dos dividendos. O modelo pode ser expresso da seguinte forma:

$$VM_t = PL_t + LA + \varepsilon$$

Onde VM é o valor de mercado da empresa no tempo t, PL é o valor do patrimônio líquido da empresa no tempo t, e LA representa o lucro anormal, que representa a expectativa de lucros futuros da empresa.

O modelo em questão possui três premissas básicas: (a) O valor da firma é igual ao valor presente dos dividendos – Essa premissa pressupõe que o valor de mercado de uma empresa é obtido através do desconto dos dividendos futuros esperados a uma taxa de juros

¹ O atributo confiabilidade foi substituído na nova Estrutura Conceitual Básica pelo atributo representação fidedigna.

(não estocástica), levando em consideração a teoria da irrelevância da distribuição de dividendos². (Lopes; Costa; Santana, 2007); (b) Clean Surplus Relation (CSR) – Essa premissa leva em consideração que toda alteração no patrimônio líquido da empresa (exceto aumento de capital) irá passar pela demonstração do resultado do exercício (Ohlson; 1995); e (c) Dinâmicas Informacionais Lineares (DIL) – De acordo com Ohlson (1995) esta premissa é fundamental para relacionar as variáveis contábeis e o resultado anormal (futuro) em um mesmo modelo de avaliação. Nesse sentido, a contribuição de Ohlson, de acordo com Lima e Terra (2009, p.9) foi “de se determinar como as variáveis contábeis e não-contábeis relacionam-se com os resultados anormais futuros.”

2.4 Estudos Anteriores Sobre Relevância do Valor Justo

Barth (1994) verificou como a estimativa do valor justo dos títulos de investimento dos bancos é refletida no preço da ação das empresas em comparação com o custo histórico. A amostra foi composta por bancos americanos que negociaram títulos de investimentos entre 1980 e 1990. Através dos resultados obtidos a partir de modelos de *valuation* (modelo de resultado e modelo de balanço), foi possível inferir que o valor justo dos títulos de investimento tem um maior poder explanatório se comparado ao custo histórico. Além disso, foi possível concluir que a estimativa do valor justo apresentou confiabilidade aos investidores.

Venkatachalam (1996) examinou a relevância (*value relevance*) da divulgação dos derivativos bancários de acordo com o requerido pelo SFAS 119 - *Disclosure about Derivative Financial Instruments and Fair Value of Financial Instruments*. Com base em uma amostra de 99 bancos internacionais que possuíam ativos maiores que US\$150 milhões nos anos de 1993 e 1994, o modelo de balanço *cross section* indicou que o valor justo dos derivativos ajudou a explicar a variação no preço das ações bancárias, ou seja, o valor justo mostrou-se *value relevant*.

Hassan, Percy e Stewart (2006) investigaram se a informação do valor justo dos instrumentos financeiros é relevante na formação do preço da ação de empresas australianas do setor extrativista. Com uma amostra composta por 63 empresas australianas de capital aberto que faziam parte do setor extrativista no ano de 2005 e utilizando o modelo de Ohlson, o estudo apontou que o valor justo é relevante para explicar o valor de mercado das empresas do setor extrativista.

Costa Junior *et al.* (2009) investigaram a relevância da marcação a mercado realizada no Brasil. O estudo utilizou teste de diferença de média para verificar se existiam diferenças entre o patrimônio líquido com e sem a marcação a mercado, e o modelo de Ohlson para verificar a relevância da marcação a mercado no preço da ação. Tendo como base uma amostra de bancos brasileiros de capital aberto (183 para o teste de média e 7 para o modelo de Ohlson) nos anos de 2002, 2003 e 2004, o estudo indica que a marcação a mercado dos ativos financeiros não é estatisticamente significativa para explicar o preço da ação. Além disso, o teste de média revelou diferenças significativas entre o patrimônio líquido com e sem a marcação a mercado.

Assato e Peters (2010) verificaram a relevância da variação no valor justo dos instrumentos financeiros de empresas não financeiras de capital aberto. Com base em uma amostra composta por 15 empresas brasileiras não financeiras classificadas entre as 100 empresas com maior valor de mercado de acordo com a Revista Exame de 2008 e que divulgaram ajuste dos instrumentos financeiros pelo valor justo, os resultados, utilizando o modelo de Ohlson, apontaram que o valor justo dos ativos financeiros não é estatisticamente significativo para explicar o preço da ação dessas empresas.

Hamida e Nguyen (2010) analisaram a *value relevance* do *fair value* dos instrumentos

² Teoria desenvolvida por Modigliani e Miller (1958)

financeiros de empresas francesas listadas na bolsa de valores francesa durante o período de 2005-2007. Utilizando o modelo de Ohlson, com dados de 25 empresas francesas de capital aberto (75 observações nos 3 anos), os resultados apontam que a volatilidade decorrente do valor justo dos ativos financeiros não é estatisticamente significativa para explicar o preço da ação das empresas analisadas.

Observando as pesquisas supracitadas, é possível identificar que as pesquisas de *value relevance* do valor justo concentram-se principalmente em verificar a relevância do valor justo associada aos instrumentos financeiros. Os estudos em questão apontam tanto resultados que demonstram que o valor justo é relevante, como também que o mesmo não é relevante, porém o primeiro caso é mais recorrente.

Em relação às metodologias empregadas, nota-se o predomínio da utilização do modelo de Ohlson, como já destacado por Holthausen e Watts (2001).

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Para alcançar o objetivo estabelecido no estudo, primeiramente foram selecionadas para o estudo todas as empresas brasileiras não financeiras de capital aberto com registro na CVM (Comissão de Valores Mobiliários) que adotaram os seguintes pronunciamentos contábeis: (a) CPC 29 - Ativo Biológico e (b) CPC 28 - Propriedades para Investimento. Destaca-se que a escolha dos referidos pronunciamentos contábeis foi motivada pelo fato de que esses pronunciamentos exigem (caso dos ativos biológicos) ou permitem (caso das propriedades para investimento) que as variações no valor justo desses ativos sejam reconhecidas no resultado das empresas.

Como forma de identificar quais empresas atendiam a esse requisito, primeiramente foi consultada a base de dados Economática© para se obter a lista das empresas brasileiras não financeiras de capital aberto com registro na CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Após essa etapa, foram analisadas as demonstrações contábeis e notas explicativas de 2010 e 2011 de cada uma dessas empresas com o intuito de identificar as empresas que atendiam aos critérios da pesquisa (foram impactadas pelo CPC 29 - Ativo Biológico e/ou CPC 28 - Propriedades para investimento). Sendo assim, a quantidade de empresa utilizadas no estudo é de 70 empresas no ano de 2010 e 76 empresas no ano de 2011, conforme demonstrado na tabela 1:

Tabela 1: Composição das empresas selecionadas

Painel 1 – Empresas selecionadas		
Total de Empresas de Capital Aberto com registro na CVM	336	336
- Empresas não impactadas	(266)	(260)
Total de Empresas impactadas	70	76
Painel 2 – Distribuição das empresas		
Impactadas pelo CPC 28 - Propriedade para investimento	42	48
Impactadas pelo CPC 29 – Ativo Biológico	21	21
Impactadas pelo CPC 28 e CPC 29	7	7

Nota: CPC 28 – Propriedades para investimento. CPC 29 – Ativo Biológico.

Fonte: Os autores, 2013.

Foram escolhidas empresas de capital aberto devido às suas demonstrações contábeis estarem disponíveis para consulta no *site* da CVM. Além disso, essas empresas negociam suas ações em bolsa de valores, o que possibilita a realização do estudo, já que o mesmo busca verificar a relação entre números contábeis e preço da ação.

O período selecionado para o estudo foram os anos de 2010 e 2011. Esse período foi escolhido visto que a implementação das normas internacionais de contabilidade no Brasil foi finalizada no ano de 2010. Sendo assim, períodos anteriores a 2010 não poderiam ser escolhidos, já que os pronunciamentos contábeis contemplados no estudo não estavam sendo

aplicados obrigatoriamente.

3.1 Coleta de Dados

Os dados necessários para a elaboração do estudo foram obtidos da seguinte forma:

- Preço da ação foi obtido na base Economática©. No caso de empresas que possuíam mais de um tipo de ação, foi coletado o preço da ação mais líquida da companhia. Foi coletado o preço da ação na data t+1, onde t é igual a data de divulgação das demonstrações contábeis na CVM³;
- Resultado (lucro ou prejuízo) e patrimônio líquido foram obtidos na base de dados Economática©, sendo considerados os dados consolidados da empresa;
- As variações decorrentes da alteração do valor justo reconhecidas no resultado e no patrimônio líquido foram obtidas através de análise das demonstrações financeiras e notas explicativas das empresas;
- O valor da remuneração anual da poupança foi obtido na base de dados Economática©.
- A previsão do lucro elaborada pelos analistas foi obtida através da base Bloomberg Database. Foi coletada sempre a previsão de consenso dos analistas, sendo a mesma classificada como previsão do tipo *Best Standards*. Considerou-se sempre a última previsão disponível em cada ano estudado.

3.2 Análise dos dados

Essa etapa consistiu na utilização de testes de diferença de média para dados pareados. O objetivo da utilização do teste de diferença de média foi verificar se existem diferenças estatisticamente significativas entre a métrica contábil (lucro líquido ou patrimônio líquido) com a variação do valor justo (métrica divulgada) e sem a variação do valor justo (métrica ajustada). A métrica ajustada consiste no valor da métrica contábil divulgada deduzida da variação do valor justo.

Preliminarmente, foram conduzidos testes de normalidade (*Kolmogorov Smirnov* e *Shapiro Wilk*) que tiveram como objetivo verificar se as variáveis apresentavam distribuição normal. De acordo com o resultado do teste de normalidade, o teste de diferença de média mais indicado (T de *Student* para variáveis normais e *Wilcoxon* para variáveis não normais) foi aplicado. Destaca-se que essa metodologia foi utilizada por Costa Junior *et al.* (2009).

Os seguintes pares de métricas contábeis foram analisados utilizando o teste de diferença de média:

Quadro 1 – Pares de variáveis utilizados no teste de diferença de média

Métrica Divulgada	Métrica Ajustada
PL2010	PL2010aj
LL2010	LL2010aj
PL2011	PL2011aj
LL2011	LL2011aj

Fonte: Os autores, 2013

A hipótese testada, ao nível de significância de 10%, foi:

H_a – Não existem diferenças significativas entre a métrica contábil Lucro Líquido (ou Patrimônio Líquido) no ano i (2010 ou 2011) com a variação do valor justo (métrica divulgada) ou sem a variação do valor justo (métrica ajustada).

³ Resalta-se que as divulgações ocorrem, em geral, após o fechamento dos mercados nos dias úteis, ou nos fins de semana.

3.3 Análise multivariada dos dados:

Essa etapa consistiu em verificar se as variações no valor justo reconhecidas no resultado foram relevantes (*value relevant*) na formação do preço das ações das empresas analisadas. Para tanto, foi utilizado o modelo de Ohlson (1995), que relaciona o preço da ação com informações contábeis. Holthausen e Watts (2001) apontam que 29 estudos (47% dos estudos analisados pelos autores) sobre *value relevance* utilizaram essa metodologia.

O modelo utilizado no estudo foi:

$$\text{Preço}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{PL}^*_{i,t} + \beta_2 \text{LL}^*_{i,t} + \beta_3 \text{VJCPC28}_{i,t} + \beta_4 \text{VJCPC29}_{i,t} + \beta_5 \text{VJCPC38}_{i,t} + \beta_6 \text{AbnEar}_{i,t} + \mu_i$$

A definição operacional das variáveis do modelo está destacada no quadro 2:

Quadro 2 - Definição operacional das variáveis

Variável	Definição Operacional
Preço	Valor do preço da ação da empresa. Foi utilizado o valor da ação na data t+1, onde t foi igual a data de divulgação das demonstrações contábeis na CVM. Foi considerado o valor da ação mais líquida caso a empresa possua mais de um tipo ação.
PL*	Valor do patrimônio líquido por ação da empresa excluindo o efeito da variação do valor justo reconhecida no patrimônio líquido e no resultado (lucro ou prejuízo) apurado no período.
LL*	Valor do lucro (prejuízo) por ação da empresa excluindo o efeito da variação do valor justo reconhecida no resultado do período.
VJCPC28	Efeito do valor justo por ação reconhecida no resultado da empresa, provenientes das propriedades para investimento.
VJCPC29	Efeito do valor justo por ação reconhecida no resultado da empresa, provenientes na alteração dos ativos biológicos.
VJCPC38	Efeito do valor justo por ação reconhecida no resultado e no patrimônio líquido ⁴ da empresa, provenientes do valor justo dos instrumentos financeiros.
AbnEar	Lucro anormal por ação da empresa.

Fonte: Os autores, 2013.

Para o cálculo do lucro anormal, foram utilizadas três formas distintas:

(a) **Proxy 1** - calculado pela diferença entre o lucro contábil por ação no período t e a remuneração do capital próprio que foi calculada com base no patrimônio líquido por ação no período t-1 investido a taxa livre de risco no período i. Foi considerada como taxa livre de risco o rendimento anual da poupança. Destaca-se que a metodologia empregada para o cálculo do lucro anormal é a mesma sugerida por Ohlson (1995).

(b) **Proxy 2** – nesse caso, o lucro anormal foi calculado pela diferença entre o lucro contábil por ação no período t e o lucro contábil por ação no período i-1. Também conhecida como *random walk*.

(c) **Proxy 3** – o lucro anormal foi calculado utilizando a previsão de consenso dos analistas. Dessa forma, foi calculado pela diferença entre o lucro contábil do período com o lucro previsto pelos analistas

Para fins do estudo, o modelo de Ohlson que utilizou a *proxy 1* para o cálculo do lucro

⁴ De acordo com o CPC 38, parte das variações no valor justo dos instrumentos financeiros pode ser reconhecida no patrimônio líquido, na conta ajuste da avaliação patrimonial.

anormal foi denominado como **Modelo 1**, o que utilizou a *proxy* 2 foi denominado **Modelo 2** e o que utilizou a *proxy* 3 foi denominado **Modelo 3**.

Além disso, foi utilizado um modelo com a adição da variável VJTOTAL que representa o valor justo total por ação reconhecido no resultado e no patrimônio líquido do período. Sendo assim, a variável VJTOTAL foi calculada somando as variáveis VJCPC28, VJCPC29 e VJCPC38. O objetivo da inclusão dessa variável foi verificar se o montante total do valor justo reconhecido no resultado e no patrimônio líquido foi relevante para a formação do preço da ação das empresas analisadas.

O modelo proposto é do tipo *cross section* (considerando individualmente o ano de 2010 e 2011), e *pooled* (considerando os anos de 2010 e 2011) Ao utilizar o modelo *pooled*, foi adicionada uma variável dicotômica (*dummy*) que recebeu valor zero para observações no ano de 2010 e um para observações no ano de 2011.

A hipótese testada, ao nível de significância de 10%, foi:

H_b – O efeito da variação no valor justo dos ativos biológicos, propriedades para investimento e instrumentos financeiros **não** é relevante na formação do preço da ação, ou seja, o coeficiente da variável valor justo (β_3, β_4 e β_5) não é estatisticamente significativo.

Para verificar os pressupostos estatísticos da regressão, foram utilizados os seguintes testes: (a) VIF (*variance inflator fator*) para verificar a existência de multicolinearidade na regressão, sendo adotado como tolerância o VIF menor ou igual a 10; (b) o teste *Breusch-Pagan-Godfrey* para testar a homocedasticidade dos resíduos; e (c) o teste de Jarque-Bera para testar a normalidade dos resíduos.

Foi utilizado o *software Eviews 7* no cálculo do modelo de Ohlson e nos testes *Breusch-Pagan-Godfrey* e *Jarque-Bera*, enquanto que o SPSS foi utilizado no cálculo dos testes de diferença de média e no VIF.

4 RESULTADOS

A tabela 2 apresenta a estatística descritiva das variáveis utilizadas na análise univariada, nos anos de 2010 e 2011.

Tabela 2 - Estatística descritiva da amostra

Painel 1 - Estatística Descritiva -2010					
	N	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
PL2010	70	2.024.028	3.477.191	- 675.659	18.694.849
PL2010Aj	70	1.882.806	3.308.491	- 718.827	18.696.568
LL2010	70	151.943	253.264	- 374.848	813.368
LL2010Aj	70	115.913	225.666	- 319.791	863.665
VJCPC28	7	262.523	390.670	4.750	1.025.537
VJLPC29	22	49.267	103.284	- 59.700	448.625
VJCPC38	21	- 19.020	73.370	- 276.996	152.284
VJTOTAL	38	66.372	206.939	- 276.996	1.011.636
Painel 2 - Estatística Descritiva -2011					
	N	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
PL2011	76	2.204.363	3.664.075	- 870.456	20.663.822
PL2011Aj	76	2.035.739	3.518.102	- 912.804	20.536.751
LL2011	76	118.897	361.280	- 868.114	1.365.089
LL2011Aj	76	95.773	342.926	- 756.910	1.447.552

VJCPC28	13	85.347	220.829	-	1.254	776.215
VJCPC29	26	55.038	99.486	-	34.298	381.894
VJCPC38	26	- 30.116	94.676	-	379.626	68.875
VJTOTAL	76	23.125	125.675	-	365.571	811.019

Nota: PL é o patrimônio líquido da empresa. PLaj é o patrimônio líquido deduzido o efeito do valor justo. LL é o resultado da empresa. LLaj é o resultado deduzido o efeito do valor justo. Ação é o preço da ação no último dia útil do ano. VJCPC28 é o efeito do valor justo reconhecido no resultado proveniente das propriedades para investimento. VJCPC29 é o efeito do valor justo reconhecido no resultado proveniente dos ativos biológicos. VJCPC38 é o efeito do valor justo reconhecido no resultado e no patrimônio líquido proveniente dos instrumentos financeiros. VJTOTAL que representa o valor justo total reconhecido no resultado e no patrimônio líquido. As estatísticas presentes na tabela foram calculadas apenas para as empresas que apresentaram saldos.

Fonte: Os autores, 2013

Em relação ao ano de 2010, nota-se que o patrimônio líquido médio das empresas da amostra foi de R\$ 2.024 milhões, sendo que o valor médio do patrimônio líquido foi reduzido em 7%, quando deduzido o efeito do valor justo dos instrumentos financeiros reconhecidos no patrimônio líquido, sendo que, na média, o valor desse efeito foi de R\$ 214 milhões. Destaca-se que os números de 2010 são próximos dos encontrados em 2011.

Já o lucro líquido, o valor médio do mesmo em 2010 foi de R\$ 151 milhões. Quando subtraído o valor justo reconhecido no resultado, proveniente dos ativos biológicos, propriedades para investimento e instrumentos financeiros, o lucro líquido é reduzido em 23,7%. Em 2011, o lucro líquido médio apresentou o valor de R\$ 118 milhões, e a redução do mesmo pela não inclusão do efeito do valor justo é de 19,4%. Em suma, os dados apontam que o valor justo reconhecido tanto no resultado como no patrimônio líquido, contribuíram para um aumento dessas medidas contábeis em 2010 e em 2011.

O valor das variações do valor justo dos ativos biológicos e propriedades para investimento apresentou comportamento similar nos anos analisados (2010 e 2011). O valor justo das propriedades para investimento apresentou, na média, um valor de R\$ 262 milhões em 2010, o que representa 1,7 vezes o valor da média do lucro líquido das empresas da amostra no mesmo período. Já em 2011, o valor médio apurado foi inferior ao de 2010, sendo de R\$ 85 milhões, o que representou 71,8% do valor médio do lucro líquido de 2011.

Sobre os ativos biológicos, a variação do valor justo reconhecida no resultado apresentou um valor médio em 2010 de R\$ 49 milhões, representando 32,4% do lucro líquido médio do mesmo período. Em 2011, esse percentual foi 46,3%, tendo como base um valor médio de R\$ 55 milhões.

A variação do valor justo dos instrumentos financeiros reconhecida no resultado e no patrimônio líquido apresentou valores médios negativos: R\$ 19 milhões em 2010 e R\$ 30 milhões em 2011, representando, respectivamente -12,5% e -25% do valor médio do lucro líquido no período em questão.

Esses dados apontam para o fato de que, tanto as variações do valor justo das propriedades para investimento e dos ativos biológicos apresentaram, na média, valores positivos tanto em 2010 como em 2011, contribuindo assim com o aumento do resultado no período. O mesmo pode ser inferido sobre a variação do valor justo dos instrumentos financeiros reconhecido no patrimônio líquido. Somente a variação do valor justo dos instrumentos financeiros reconhecida no resultado apresentou valor médio negativo em ambos os anos analisados.

Deve-se ressaltar que, em conjunto, as variações no valor justo reconhecidas no resultado perfizeram um valor médio de R\$ 66 milhões em 2010, o que representou 43,7% do valor médio do lucro líquido apurado no período em questão. Já em 2011, esse valor foi reduzido para R\$ 23 milhões, representando assim 19,4% do lucro líquido médio das empresas da amostra em 2011. Esses dados indicam que o valor justo possuiu uma maior participação no resultado de 2010 das empresas da amostra, quando comparado com os

valores de 2011.

Em relação aos resultados do teste de diferença de média, os resultados estão dispostos na tabela 3. Os resultados do teste de diferença de média (Wilcoxon) apontam que, em todos os casos analisados, deve-se rejeitar a hipótese nula, ou seja, **existem** diferenças significativas entre a métrica contábil (Lucro Líquido ou Patrimônio Líquido) com o efeito do valor justo e sem o efeito do valor justo.

Complementa o resultado do teste o fato de que o impacto econômico do valor justo no resultado das empresas da amostra foi relevante, já o valor justo gerou uma diferença positiva de, no mínimo, 14% em todos os casos e anos analisados. Sendo assim, fica constatado que o efeito da variação do valor justo altera significativamente o valor do resultado das empresas, sendo que na média, esse efeito foi positivo.

Em relação ao patrimônio líquido, o impacto da variação no valor justo dos instrumentos financeiros também apresentou impacto econômico relevante nos anos analisados, porém o valor do mesmo foi de 7%. Tal valor é inferior ao apurado no lucro líquido, sendo que uma das justificativas se deve ao fato de que, apenas o valor justo dos instrumentos financeiros afeta diretamente o patrimônio líquido das empresas, enquanto que o resultado pode ser afetado por três pronunciamentos contábeis distintos que utilizam o valor justo.

Tabela 3 - Teste de Diferença de média (Wilcoxon)

Painel 1 - Amostra de empresas analisadas									
Ano	N	PL	PL Aj	Var (%)	Estat.Z	LL	LL Aj.	Var (%)	Estat. Z
2010	70	2.024.028	1.882.806	7,0	-4,419*	151.943	115.913	23,7	-2,806*
						118.897	95.773		
2011	76	2.204.363	2.035.739	7,6	-4,82*			19,4	-2,502*

Painel 2 - Subamostra de Empresas com Propriedades para investimento (CPC 28)									
Ano	N	LL	LL Aj.	Var (%)	Estat. Z	LL	LL Aj. CPC 28	Var (%)	Estat. Z
2010	49	145.974	115.887	20,6	-2,094*	145.974	108.471	25,7	2,366**
						142.398	122.225		
2011	55	142.398	120.100	15,7	-1,979**			14,2	-2,903*

Painel 3 - Subamostra de Empresas com Ativos Biológicos (CPC 29)									
Ano	N	LL	LL Aj.	Var (%)	Estat. Z	LL	LL Aj CPC 29	Var (%)	Estat. Z
2010	28	130.851	90.684	30,7	-3,041*	130.851	92.209	29,5	-2,613*
						36.613	- 10.321		
2011	28	36.613	15.414	57,9	-2,114**			28,2	-3,65*

Nota: PL é o patrimônio líquido da empresa. PLaj é o patrimônio líquido deduzido o efeito do valor justo. LL é o resultado da empresa. LLaj é o resultado deduzido o efeito do valor justo total. A variação (Var %) representa a diferença percentual entre a métrica divulgada e a métrica ajustada. LLaj CPC28 é o valor do lucro líquido deduzido apenas o efeito da variação do valor justo das propriedades para investimento. LLaj CPC29 é o valor do lucro líquido deduzido apenas o efeito da variação do valor justo dos ativos biológicos. A subamostra do painel 2 foi formada pelas empresas que foram impactadas pelas propriedades para investimento, enquanto que a subamostra 3 foi formada pelas empresas que foram impactadas pelos ativos biológicos. Foi aplicado o teste de Wilcoxon devido a não normalidade dos dados da amostra. *1% **5%.

Fonte: Os autores, 2013

Ao analisar os resultados dos testes envolvendo o modelo de Ohlson, constatou-se, através de análise da tabela 4, que efeito do valor justo total reconhecido no patrimônio líquido e no resultado mostrou-se estatisticamente significativo, isto é, relevante, em 2010 no modelo 1 e no modelo 3. Esse resultado corrobora o resultado evidenciado no teste de diferença de média. Em todos os casos, o valor justo apresentou correlação positiva com o valor da ação da empresa.

Deve-se destacar que, no ano de 2010, em todos os modelos, o patrimônio líquido sem os efeitos do lucro líquido e do valor justo total reconhecido no resultado e no patrimônio líquido deixou de apresentar uma relação estatisticamente significativa com o preço das ações. Já em 2011, o patrimônio líquido apresentou relevância estatística em todos os modelos, apesar do efeito do valor justo não ser estatisticamente significativo.

Por fim, o efeito do valor justo reconhecido no resultado e no patrimônio líquido foi incluído no modelo de forma individual, com o intuito de verificar a relevância do valor justo oriundo de pronunciamentos contábeis específicos, entre eles propriedades para investimento, ativos biológicos e instrumentos financeiros. Os resultados estão apresentados na tabela 4.

O efeito do valor justo das propriedades para investimento reconhecido no resultado foi estatisticamente significativo em 2010 (pelo modelo 1) e no *pooled* (pelo modelo 1 e 2), sendo que em 2010, o valor justo apresentou uma correlação positiva com o preço, enquanto que no *pooled* essa relação foi negativa. O resultado do modelo 1 corrobora a análise quantitativa que demonstrou que o efeito do valor justo das propriedades para investimento em 2010 perfizera, na média, 25% do resultado das empresas da amostra. Além disso, nesse mesmo ano o teste de diferença de média apontou diferenças estatisticamente significantes no resultado apurado como e sem o valor justo.

A análise dos ativos biológicos apontou que o valor justo proveniente dos mesmos mostrou-se significativo apenas no *pooled* através do modelo 1, apresentando correlação negativa com o preço da ação das empresas.

Em relação ao efeito do valor justo dos instrumentos financeiros reconhecido no resultado e no patrimônio líquido, o modelo 1 detectou esse efeito como relevante (em 2010) e no modelo 3 (em 2010 e no *pooled*), sempre apresentando sinal foi positivo.

De uma maneira geral, foram identificadas evidências de que o valor justo dos ativos biológicos, propriedades para investimento e instrumentos financeiros foi relevante para a formação do preço da ação, sendo essas evidências encontradas no ano de 2010 e no *pooled*. Destaca-se também que o efeito do valor justo total reconhecido no resultado e no patrimônio líquido também se mostrou relevante no ano de 2010 e no *pooled*.

Em relação aos modelos utilizados, nota-se que ao deduzir do patrimônio líquido o efeito do valor justo total e o efeito do lucro líquido perdeu sua relevância em todos os modelos no ano de 2010. Porém, nesses casos, ao analisar a relevância do valor justo total, apenas o modelo 2 (2010) não apresentou significância estatística para essa variável.

Os resultados diferentes entre os modelos podem ser explicados pelas: (a) as diferenças metodológicas no cálculo do lucro anormal; e (b) número de observações em cada modelo.

Em suma, respondendo ao objetivo geral da pesquisa, o efeito do valor justo proveniente dos ativos biológicos e propriedades para investimento foi identificado como relevante na formação do preço da ação das empresas analisadas no ano de 2010 e no *pooled*, além de seu impacto no valor do resultado das empresas ser estatisticamente relevante. Além disso, o efeito total do valor justo reconhecido no resultado e no patrimônio líquido também foi identificado como *value relevant* em 2010 e no *pooled*.

Tabela 4 - Modelo de Ohlson com valor justo total

Variável	Painel 1 – Modelo 1 (Com Lucro Anormal Tradicional)			Painel 2 – Modelo 2 (Com Lucro Anormal Random Walk)			Painel 3 – Modelo 3 (Com Lucro Anormal Previsão dos Analistas)		
	Modelo1			Modelo 2			Modelo3		
	2010	2011	Pooled	2010	2011	Pooled	2010	2011	Pooled
Const.	6,679[3,101]*	7,764[3,743]*	6,864[2,558]*	8,376[3,246]*	7,748[3,734]**a	5,935[2,080]**	5,831[1,662]	5,041[1,601]	4,388[1,524]
PL*	1,561[0,663] ^a	5,207[2,532]**a	7,617[4,634]**a	-0,098[-0,015]	5,098[2,448]**a	7,599[4,549]**a	-1,564[-0,357]	5,907[2,656]**	7,771[4,477]*
LL*	6,234[3,343]**a	4,402[1,990]**a	1,726[1,257] ^a	5,761[0,648]	4,628[3,074]**a	2,635[2,201]**a	1,105[3,209]*	6,414[4,030]*	4,592[3,667]*
VJTOTAL	6,076[2,951]**a	-5,917[-0,930]	-5,607[-0,931] ^a	6,357[0,710]	-6,045[-0,973] ^a	-7,486[-1,198] ^a	1,368[2,975]*	5,212[0,605]	1,160[1,307]
AbnEar	-3,808[-3,915]*	2,429[0,111]	2,255[1,883]**	-4,078[-0,499]	-1,189[-0,062] ^a	2,019[1,532] ^a	-1,208[-2,642]**	7,092[0,305]	-0,125[-0,007]
Dummy			-0,070[-0,025]			1,130[0,363]			-0,408[-0,131]
N	42	45	87	42	45	87	24	28	52
R-squared	0,521	0,629	0,560	0,328	0,629	0,552	0,636	0,738	0,614
Adjusted R-squared	0,470	0,592	0,525	0,255	0,591	0,517	0,508	0,693	0,572
Durbin-Watson stat	2,181	1,966	2,008	2,629	1,976	2,080	2,080	2,985	2,342
Akaike info criterion	7,724	7,644	7,691	8,064	7,644	7,709	7,748	7,589	7,705
Jarque-Bera	3,769[0,000]	1,487[0,000]	4,942[0,000]	9,053[0,000]	1,438[0,000]	3,317[0,000]	0,285[0,867]	7,420[0,024]	2,878[0,000]
Breusch-Pagan-Godfrey	3,531[0,015]	0,518[0,722]	1,454[0,218]	4,412[0,005]	0,280[0,889]	2,532[0,038]	3,907[0,012]	2,629[0,060]	7,385[0,000]

Nota: PL* é o valor do patrimônio líquido excluindo o efeito da variação do valor justo reconhecida no patrimônio líquido e o resultado (lucro ou prejuízo) apurado no período. LL* é o valor do lucro (prejuízo) excluindo o efeito da variação do valor justo reconhecida no resultado do período. VJTOTAL que representa o valor justo total reconhecido no resultado do período e no patrimônio líquido. AbnEar é o lucro anormal, que foi calculada de três formas: a *proxy* 1 pela diferença entre o lucro contábil período e a remuneração do capital próprio calculada com base no patrimônio líquido no período t-1 investido a taxa livre de risco no período, a *proxy* 2 é a diferença entre o lucro contábil no período t e o lucro contábil no período t-1 e a *proxy* 3 é a diferença entre o lucro contábil no período t e o consenso dos analistas no período t-1. *Dummy* é uma variável que assumiu valor zero para observações no ano de 2010 e um para observações no ano de 2011. a – variáveis que apresentaram VIF maior que 10. *1% **5% ***10%.

Fonte: O autor, 2013.

Tabela 5 - Modelo de Ohlson com valor justo por CPC

Variável	Painel 1 – Modelo 1 (Com Lucro Anormal Tradicional)			Painel 2 – Modelo 2 (Com Lucro Anormal Random Walk)			Painel 3 – Modelo 3 (Com Lucro Anormal Previsão dos Analistas)		
	Modelo1			Modelo 2			Modelo3		
	2010	2011	Pooled	2010	2011	Pooled	2010	2011	Pooled
Const.	6,927[3,284]*	7,571[3,537]*	6,339[2,515]**	7,576[3,213]*	7,738[3,591]*	4,558[1,549]	5,977[1,644]	4,286[1,271]	3,634[1,257]
PL*	-0,259[-0,107] ^a	1,480[1,340] ^a	1,239[5,739]** ^a	4,053[0,683] ^a	5,091[1,386] ^a	9,591[4,623]** ^a	0,079[0,017]	7,305[2,191]**	9,196[4,590]*
LL*	7,261[3,870]** ^a	-7,943[-0,563] ^a	-4,299[-1,89]** ^a	-2,076[-0,249] ^a	4,635[1,870]** ^a	1,049[0,680] ^a	8,647[2,085]** ^a	5,595[2,412]** ^a	3,399[2,217]**
VJCPC28	4,246[1,931]** ^a	-1,479[-0,924]	-8,236[-3,395]*	0,749]	-6,397[0,132] ^a	1,996]** ^a	6,294[0,789] ^a	-3,391[-0,645] ^a	-3,963[-1,263]
VJCPC29	1,006[1,521]	-1,311[-0,876]	-1,104[-2,236]**	1,906[0,186]	-4,792[-0,074] ^a	-4,430[-0,939]	8,789[0,874]	1,645[0,029]	-1,210[-0,254]
VJCPC38	7,997[3,614]** ^a	1,670[0,155]	-0,891[-0,147] ^a	0,024] ^a	-5,991[-0,893]	-7,104[-1,107] ^a	1,242[2,582]** ^a	6,953[0,762] ^a	1,402[1,564]*
AbnEar	-2,915[-2884]*	1,107[0,893] ^a	7,821[3,839]*	6,677[0,830] ^a	-1,147[-0,038] ^a	4,403[2,316]** ^a	-3,754[-0,433]	3,235[0,787] ^a	4,950[1,474]
Dummy			0,673[0,249]			2,842[0,874]			0,054[0,017]
N	42	45	87	42	45	87	24	28	52
R-squared	0,578	0,637	0,626	0,488	0,629	0,574	0,636	0,747	0,638
Adjusted R-squared	0,506	0,579	0,583	0,400	0,570	0,524	0,508	0,674	0,580
Durbin-Watson stat	2,171	2,065	1,992	2,392	1,976	2,109	2,080	3,081	2,586
Akaike info criterion	7,694	7,712	7,587	7,887	7,733	7,719	7,748	7,700	7,576
Jarque-Bera	2,534[0,000]	1,647[0,000]	2,568[0,000]	2,326[0,000]	1,445[0,000]	1,778[0,000]	0,285[0,867]	5,534[0,063]	1,904[0,000]
Breusch-Pagan-Godfrey	2,414[0,046]	0,373[0,891]	0,617[0,740]	2,909[0,021]	0,318[0,923]	2,042[0,064]	3,907[0,012]	2,776[0,038]	6,550[0,000]

Nota: PL* é o valor do patrimônio líquido excluindo o efeito da variação do valor justo reconhecida no patrimônio líquido e o resultado (lucro ou prejuízo) apurado no período LL* é o valor do lucro (prejuízo) excluindo o efeito da variação do valor justo reconhecida no resultado do período. VJCPC28 é o efeito do valor justo reconhecido no resultado proveniente do CPC 28 VJCPC29 é o efeito do valor justo reconhecido no resultado proveniente do CPC 29. VJCPC38 é o efeito do valor justo reconhecido no resultado e no patrimônio líquido proveniente do CPC 38. AbnEar é o lucro anormal da empresa. *Dummy* é uma variável que assumiu valor zero para observações no ano de 2010 e um para observações no ano de 2011. a – variáveis que apresentaram VIF maior que 10. *1% **5% ***10%. **Fonte:** O autor, 2013.

Os achados de relevância do valor justo dos instrumentos financeiros são próximos aqueles encontrados por Costa Junior *et al.* (2009), especialmente no que se refere ao teste de média, já que os estudos foram similares nesse aspecto metodológico.

Já os resultados que apontam para relevância do valor justo das propriedades para investimento e ativos biológicos, estes não pode ser comparados com outros resultados, já que não foram identificados na literatura estudos anteriores que objetivaram verificar a relevância do valor justo desses ativos.

Em suma, os resultados indicam que a mensuração a valor justo apresentou efeito estatisticamente significativo no ano de 2010, porém esse resultado diverge do encontrado em 2011. Essa evidência demonstra que a relevância do valor justo está diretamente relacionada com o ano analisado. Apesar disso, pode-se afirmar que o método de mensuração pelo valor justo é *value relevant*, o que demonstra fortes indícios em direção a melhoria da qualidade da informação contábil no Brasil em função da implementação das normas internacionais de contabilidade propostas pelo IASB.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo objetivou analisar a relevância (*value relevance*) do valor justo dos ativos biológicos, propriedades para investimento e instrumentos financeiros apurados pelas empresas brasileiras não financeiras de capital aberto nos anos de 2010 e 2011 (após implementação das normas internacionais de contabilidade) na formação do preço de suas ações.

Foi identificado que, na média, o efeito do valor justo dos ativos biológicos (R\$ 49 milhões em 2010 e R\$ 55 milhões em 2011) e propriedades para investimento (R\$ 262 milhões em 2010 e R\$ 85 milhões em 2011) reconhecido no resultado das empresas contribuiu para um aumento dessa variável contábil, enquanto que o efeito do valor justo dos instrumentos financeiros (R\$ 19 milhões em 2010 e R\$ 30 milhões em 2011) impactou negativamente com o valor dessa variável contábil. De maneira geral, o efeito do valor justo reconhecido no resultado contribuiu, na média, com o aumento do lucro das empresas da amostra (R\$ 66 milhões em 2010 e R\$ 23 milhões em 2011).

Ao analisar esses efeitos utilizando o teste de diferenças de média (Wilcoxon), ficou constatado que o reconhecimento das alterações do valor justo foi responsável por diferenças estatisticamente significativas entre as variáveis contábeis (patrimônio líquido e resultado) com o efeito do valor justo e sem o efeito do valor justo. Esses resultados confirmar a hipótese de que o valor justo reconhecido no patrimônio líquido e no resultado altera significativamente essas medidas contábeis. Em termos econômicos, o montante do valor justo reconhecido no resultado representou, na média, uma participação nos resultados da empresa de 18% enquanto que no patrimônio líquido essa participação foi de 7%.

Ao analisar a relevância do efeito total do valor justo reconhecido no patrimônio líquido e no resultado, os resultados apontaram que no ano de 2010 (no modelo 1 e 3) essa variável mostrou-se estatisticamente significante. Deve-se destacar que esse resultado corroborou o resultado do teste de diferença de média.

Sobre a relevância do valor justo de CPCs específicos, foram detectadas evidências de: (a) em 2010, o efeito do valor justo das propriedades para investimento e instrumentos financeiros mostrou-se relevante; (b) em 2011, o efeito do valor justo oriundo dos CPCs analisados no estudo não se mostrou relevante; e (c) no *pooled*, o

Este estudo possui limitações, descritas a seguir: (a) número pequeno de observações, especialmente no modelo 3, o que diminuiu a robustez dos resultados provenientes dos testes multivariados; (b) a coleta de determinados dados utilizados na pesquisa foi realizada manualmente, o que pode ter gerados erros no momento da extração; (c) o nível de divulgação das empresas em relação a variação do valor justo reconhecido no resultado e no patrimônio

líquido dificultou a sua coleta, o que pode ter acarretado em “ruído” nos valores apurados, ou seja, inclusão de valores não relacionados ao valor justo; (d) outros efeitos de mensuração do valor justo, oriundos de combinação de negócios e mensuração inicial dos ativos imobilizados não foram tratados na pesquisa; e (e) alguns modelos apresentaram problemas de multicolinearidade e heterocedasticidade.

Sugerem-se pesquisas futuras nos seguintes âmbitos: (a) replicar a pesquisa em datas futuras, objetivando verificar a tendência dos dados; (b) pesquisas qualitativas que contatem os investidores para verificar qual o grau de relevância atribuída pelos mesmos ao valor justo; (c) a replicação do estudo utilizando outros modelos de *valuation*; e (d) pesquisar a relação, dentro do mercado brasileiro, entre o grau de subjetividade da forma de mensuração do valor justo e o seu nível de relevância.

REFERÊNCIAS

ASSATO, Cintia Akiko; PETERS, Marcos Reinaldo Severino. Relevância Contábil da mensuração de instrumentos financeiros pelo valor justo nas empresas brasileiras não - financeiras. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 10., 2010, São Paulo. *Anais eletrônicos...*São Paulo: USP, 2010. 1 CD-ROM.

BARTH, Mary. Fair values and financial statement volatility. In: BORIO, C.; HUNTER, W. C.; KAUFMAN, G. G.; TSATSARONIS, T. *The market discipline across countries and industries*. Cambridge: MIT Press, 1994. p. 323 - 348.

BARTH, Mary; BEAVER, Willian; LANDSMAN, Wayne. The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, p. 77-104, 2001.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE (CFC). *Resolução 1.177/2009*- aprova a NBC TG27 - Ativo Imobilizado. Disponível em: <www.cfc.org.br/sisweb/sre/docs/RES_1177.doc>. Acesso em: 1 fev. 2011.

_____. *Pronunciamento Contábil 38: Instrumentos Financeiros – Reconhecimento e Mensuração*. Brasília: jan. 2009. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/pdf/CPC%2038.pdf>>. Acesso em: 20 jun. 2011.

_____. *Pronunciamento Contábil Básico: Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro*. Brasília: jan. 2009. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/pronunciamentosIndex.php>>. Acesso em: 20 jun. 2011.

COSTA JUNIOR, Jorge Vieira *et al.* Relevância Contábil da Marcação a Mercado das Instituições Financeiras no Brasil. In: CONGRESSO ANPCONT, 2., 2009, Natal. *Anais eletrônicos...*São Paulo: ANPCONT, 2012. 1 CD-ROM.

CUPERTINO, César Medeiros; LUSTOSA, Paulo Roberto Barbosa. Testabilidade do Modelo Ohlson: Revelações dos Testes Empíricos. *Brazilian Business Review*, Vitória, v. 1, n. 2, p.141-155, 2004.

HAMIDA, Nessrine Ben; NGUYEN, Duc. Value relevance of fair value accounting and financial instability: some French evidence. In: AFAANZ CONFERENCE, 1., 2010, Christchurch. *Anais...*Christchurch.: Afaanz Conference, 2010. p. 1 - 30. Disponível em:

<http://www.afaanz.org/openconf/2010/modules/request.php?module=oc_program&action=view.php&id=2>. Acesso em: 20 nov. 2011.

HASSAN, M. S.; PERCY, M.; STEWART, J. The Value Relevant of Fair Value Disclosures in Australian Firms in the Extractive industries. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, v. 2, n. 1, p.41–61, 2006.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VANBREDA, Michael F. **Teoria da Contabilidade**. Tradução Antonio Zoratto Sanvicente. 5 ed. São Paulo: Atlas, 1999. 550 p.

HOLTHAUSEN, Robert; WATTS, Ross. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, p. 3-75, 2001.

HOMERO JUNIOR, Paulo F. Análise dos Conceitos de Valor Justo e Valor Recuperável Esperado, de Acordo com a Estrutura Conceitual do IASB. In: CONGRESSO NACIONAL DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS, 2., 2011, Rio de Janeiro. *Anais eletrônicos...* Rio de Janeiro: UFRJ, 2011. 1 CD-ROM.

LAUX, Christian; LEUZ, Christian. The crisis of fair-value accounting: Making sense of the recent debate. *Accounting, Organizations and Society*, Oxford, v. 34, n. 6-7, p. 826-834, 2009.

LIMA, Aline Nast de; TERRA, Paulo Renato Soares. *Evidências Empíricas do Modelo de Ohlson (1995) para o Brasil*. 2009. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/30403/000710770.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 01 set. 2012.

LOPES, Alexsandro Broedel. COSTA, Fábio Moreira; SANTANA; Dimitri Pinheiro. A relevância das informações contábeis na BOVESPA a partir do arcabouço teórico de Ohlson: a avaliação dos modelos de residual income valuation e abnormal earnings growth. *RAUSP – Revista de Administração*, v.42, n. 4, p. 497-510, 2007.

MORTENSEN, Jens Meiner. *Models in value relevance*. 2009. 110 f. Tese (Master) - Department of Economics and Management/University Of Aarhus, Aarhus, 2009.

OHLSON, James A. Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*. v. 11, n. 2, p.661–687, 1995.

VENKATACHALAM, Mohan. Value-relevance of banks' derivatives disclosures. *Journal Of Accounting And Economics*, v. 22, p. 327-355, oct, 1996. Disponível em:< <http://www.sciencedirect.com/science/article/B6V87-3VV04NC-G/2/812ba0fcb806777a9e8782669f75b45b>>. Acesso em 3 jun. 2012.