



Value Relevance Das Propriedades Para Investimento: Evidências Do Mercado De Capitais Brasileiro.

Value Relevance of Investment Properties: Evidence from the Brazilian Capital Market.

Ketlyn Alves Gonçalves¹, Lorena Conegliam², Carlos Henrique Silva do Carmo³

RESUMO

O estudo tem por objetivo investigar a relevância para o mercado de capitais dos ativos reconhecidos como Propriedades para Investimento das empresas listadas na BM&F BOVESPA, no período de 2011 a 2014. A pesquisa foi realizada com base no modelo de Ohlson (1995), utilizando a regressão linear como técnica estatística de análise, estimando modelos com uso de dados em painel, pelos métodos POLS, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios. Formularam-se duas hipóteses, a primeira, que o Lucro e o Patrimônio Líquido geram informações contábeis relevantes para os investidores, e, a segunda, que o Lucro, o Patrimônio Líquido e as Propriedades para Investimento geram informações contábeis relevantes para os investidores, admitindo que as Propriedades para Investimento possuam efeito incremental na relevância da informação contábil em relação apenas ao Lucro e Patrimônio Líquido. Como resultado, ambas as hipóteses foram rejeitadas, assim os Ativos Propriedades para Investimento não são *value relevance* para determinar o preço da ação e então influenciar a tomada de decisão dos usuários da informação contábil. O estudo acrescenta à literatura limitada sobre *value relevance* de Propriedade para Investimento, permitindo uma maior compreensão do impacto da evidenciação contábil utilizada pelas empresas nos seus valores de mercado.

Palavras Chaves: *Value relevance*, Propriedade para investimento, Mercado de capitais.

ABSTRACT

This study investigates the relevance to the capital market of the assets recognized as investment properties of companies listed on the BM&F BOVESPA, in the period from 2011 to 2014. The research conducted was based on the Ohlson model (1995) and panel analysis was carried out using linear regression with POLS and Fixed and Random Effects estimators. Two hypothesis were made: (i) that Earning and Equity generate accounting information relevant to investors; and (2) that Earning, Equity and Investment Property generate accounting information relevant to investors, assuming that investment properties have incremental effect on the relevance of this information relative only to earning and to equity. Both hypotheses were rejected, so it is concluded that Investment Property assets are not of value relevance in the determination of share price and do not influence the decision making

¹ Graduação em andamento em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Goiás - UFG, Goiás (Brasil). E-mail: ketlyn.ag@gmail.com

² Graduação em andamento em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Goiás - UFG, Goiás (Brasil). E-mail: lorena.conegliam@hotmail.com

³ Doutorado em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo - USP, São Paulo (Brasil). Coordenador do Mestrado em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Goiás - UFG, Goiás (Brasil). E-mail: chscarmo@uol.com.br

of users of accounting information. The study adds to the limited literature on the value relevance of Investment Property, permitting a better understanding of the impact of accounting disclosures used by companies on their market value.

Keywords: *Value relevance, Investment property, Capital markets.*

1 INTRODUÇÃO

A convergência às normas internacionais de contabilidade, cujo principal marco foi a promulgação da lei 11.638 em dezembro de 2007, trouxe consigo importantes modificações nos procedimentos de reconhecimento, mensuração e evidenciação de informações econômico-financeiras pela contabilidade das empresas brasileiras. Uma dessas modificações foi a introdução do CPC 28 - Propriedade para Investimento baseado na IAS 40 – *Investment Property*. Um ativo caracterizado como Propriedade para Investimento é definido pelo CPC 28, como o imóvel que é mantido pela entidade para obter rendas ou para valorização do capital ou para ambas, não sendo utilizado para uso na produção ou no fornecimento de bens ou serviços, para finalidades administrativas ou para venda (CPC 28, 2009). Para a mensuração desse Ativo a referida norma permite às empresas, a escolha entre a mensuração pelo custo ou pelo valor justo.

De acordo com Macedo, Machado e Machado (2011), o processo de convergência das normas contábeis brasileiras ao padrão internacional (IFRS) pode ser caracterizado, dentre outros aspectos, como um processo de migração de um padrão de regulamentação contábil mais *code law* – um regime baseado no direito romano conhecido por sua visão legalista, onde tudo tem que estar previsto em lei – para o padrão mais *common law* – um sistema de origem inglesa que tem como predominância um direito baseado em usos e costumes, ou seja, é um direito consuetudinário – no qual prevalece a essência sobre a forma e onde as normas são baseadas mais em princípios do que em regras.

Nessa perspectiva de mudanças entre padrões, algumas pesquisas revelam que a adoção de novos critérios de reconhecimento e de mensuração tem provocado impactos no desempenho reportado pelas empresas, sendo que estes podem ocorrer tanto nas contas patrimoniais, quanto nas de resultado e, conseqüentemente, afetar a percepção que os investidores dos mercados de capitais têm dessas organizações. (Hung & Subramanyam, 2007; Perramon & Amat, 2006).

Os estudos que buscam analisar a relevância da informação contábil para o mercado de capitais são denominados de *value relevance* e segundo Barth, Beaver e Landsman (2001), uma informação é considerada relevante se ela estiver correlacionada com os valores de mercado da empresa. Dessa forma, considerando a inclusão de um novo grupo contábil e a necessidade de que a informação financeira deva ser relevante para ter utilidade (CPC 00, 2011), é pertinente analisar a *value relevance* da Propriedade para Investimento na determinação do valor das empresas, uma vez que a Estrutura Conceitual salienta que as informações contidas nos relatórios contábil-financeiros se destinam primariamente aos seguintes usuários externos: investidores, financiadores e outros credores, sem hierarquia de prioridade, devendo assim transmitir um posicionamento mais claro possível da informação. Portanto, levanta-se a seguinte questão: qual a relevância para o mercado de capitais dos ativos reconhecidos como Propriedades para Investimento das empresas listadas na BM&F BOVESPA no período de 2011 a 2014?

Para responder este problema, esta pesquisa objetiva investigar a relevância para o mercado de capitais dos ativos reconhecidos como propriedades para investimentos nas

demonstrações financeiras das empresas listadas na BM&F BOVESPA, elaborando-se duas hipóteses: a primeira, de que o Lucro e o Patrimônio Líquido geram informações contábeis relevantes para os investidores, e a segunda, que o Lucro, o Patrimônio Líquido e as Propriedades para Investimento geram informações contábeis relevantes para os investidores, admitindo-se que as Propriedades para Investimento possuam efeito incremental quando comparado seus resultados aos da primeira hipótese.

Este artigo está estruturado em cinco seções. Após esta introdução, é apresentado o referencial teórico do estudo. Na terceira seção, estão retratados os procedimentos metodológicos. A quarta seção traz a discussão dos resultados da pesquisa e a seguinte, as considerações finais do estudo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Propriedades para investimento

A norma que regulamenta Propriedade para Investimento é o Pronunciamento Técnico CPC 28 – Propriedade para Investimento, que a define como:

Uma propriedade (terreno ou edifício – ou parte de edifício – ou ambos) mantida (pelo proprietário ou pelo arrendatário em arrendamento financeiro) para auferir aluguel ou para valorização do capital ou para ambas, e não para: uso na produção ou fornecimento de bens ou serviços ou para finalidades administrativas; ou venda no curso ordinário do negócio (CPC 28, 2009, p.3).

Quanto ao reconhecimento a propriedade para investimento deve ser reconhecida como ativo quando, e apenas quando: for provável que os benefícios econômicos futuros associados à propriedade para investimento fluirão para a entidade; e o custo da propriedade para investimento possa ser mensurado confiavelmente (CPC 28 – Propriedade para Investimento).

Uma vez atendido os requisitos de reconhecimentos, a entidade deve mensurar inicialmente a Propriedade para Investimento pelo seu custo, incluindo os custos de transação para a realização da mesma. Após a mensuração inicial, a entidade, em consonância com o CPC 28, deve escolher como sua política contábil o método do valor justo ou o método do custo, devendo aplicar essa política a todas as suas propriedades para investimento, sendo:

Custo – o montante de caixa ou equivalentes de caixa pago ou o valor justo de outra contraprestação dada para adquirir um ativo no momento da sua aquisição ou construção ou, quando aplicável, o montante atribuído àquele ativo quando inicialmente reconhecido em consonância com requerimentos específicos de outros Pronunciamentos.

Valor Justo – preço que seria recebido pela venda de um ativo ou que seria pago pela transferência de um passivo em uma transação não forçada entre participantes do mercado na data de mensuração (CPC-28, 2009, p.3).

Se escolher o método do custo, todas as propriedades para investimento devem ser mensuradas de acordo com os requisitos do CPC 27 – Ativo Imobilizado, exceto as que forem classificadas como mantidas para a venda, grupo este normatizado pelo CPC 31 – Ativos Mantidos para a Venda e Operação Descontinuada. Ressalva-se que, mesmo escolhendo o método de custo, a entidade deve usar o método do valor justo a fins de divulgação.

Se escolher o método do valor justo, a entidade deve mensurar todas as suas propriedades para investimento pelo valor justo, exceto quando se trata de propriedade para investimento em base contínua, em que a entidade não consegue mensurar o valor justo com confiabilidade, mas espera que esse valor seja mensurável com confiabilidade quando a construção for concluída, assim, a propriedade para investimento em construção deve ser mensurada ao custo até que seu valor justo se torne confiavelmente mensurável ou a construção seja concluída, ou o que ocorrer primeiro.

2.2 Value relevance: relevância da informação contábil

As demonstrações financeiras são elaboradas e apresentadas para os usuários externos em geral, tendo o objetivo principal de fornecer informações que sejam úteis na tomada de decisões econômicas e nas avaliações por parte desses usuários (CPC 00, 2011). Se a informação contábil financeira é para ser útil, segundo o CPC 00 – Pronunciamento Conceitual Básico, ela precisa apresentar uma das principais características qualitativas da informação contábil: a relevância.

De acordo com o CPC 00 (2011), a informação contábil considerada relevante é aquela capaz de fazer a diferença nas decisões do usuário, ou seja, aquela que altera o conhecimento do usuário em relação à empresa. Assim, uma das maneiras de verificar o impacto de informações contábeis no valor das ações de uma empresa, ou seja, se ela, uma vez divulgada, é relevante, é por meio da *value relevance*. Segundo Barth, Beaver e Landsman (2001), os estudos sobre *value relevance* têm por finalidade desenvolver o entendimento sobre a relevância de um valor contábil, se esse tiver uma associação prévia com valor de mercado das ações dessas empresas.

Nessa linha, Verrecchia (2001) diz que *value relevance* são as pesquisas que buscam identificar a relação entre os valores de mercado das companhias e a divulgação das demonstrações financeiras. De acordo com Barth, Beaver e Landsman (2001), a primeira pesquisa a utilizar o termo *value relevance* para descrever essa relação entre números contábeis e valores de mercado foi o de Amir, Harris e Venuti (1993). Outros estudos referenciam Ball e Brown (1968) como um dos primeiros a utilizarem *value relevance* como prova empírica da relação entre lucro contábil e o preço dos títulos negociados (Kothari, 2001; Scarpin, Pinto, & Boff, 2007; Domingues, 2014; Martins, Machado, & Callado, 2014).

Ainda, Barth, Beaver e Landsman (2001) descrevem que as pesquisas sob a ótica da *value relevance* usam diversos modelos de avaliação para estruturar os testes e, geralmente, empregam os valores do mercado de capitais para avaliar a relevância da informação contábil. Assim, considerando que o papel principal do mercado de capitais é a alocação do estoque de capital disponível, Fama (1970) descreve que o mercado ideal seria aquele no qual os preços poderiam ser utilizados como sinais acurados da alocação dos recursos.

Assim, o grau de eficiência de um mercado é medido pelo grau de reflexão (influência) das informações disponíveis nos preços. Portanto, a forma como as Propriedades para Investimento são mensuradas podem influenciar os preços das ações, uma vez que geram informações que podem ser utilizadas em sua precificação. Para analisar isso são utilizadas técnicas oriundas da econometria que objetivam verificar a significância dos coeficientes dos valores contábeis em relação ao preço ou retorno de ações do mercado de capitais.

Quando tais coeficientes são estatisticamente significativos e apresentam os sinais esperados, isto representa uma situação que é compreendida como evidência da relevância da informação contábil (Barth, Beaver, & Landsman, 2001). Nesse contexto, quando se pretende comparar a relevância de grupos de informação contábeis distintos, o R^2 (ou o R^2 ajustado)

dos modelos econométricos estimados é o método utilizado, onde quanto maior o R^2 mais *value relevance* é o resultado (Alencar & Dalmacio, 2006; Barth, 2001; Collins, Maydew, & Weiss, 1997; Rezende, Batistella, Dalmácio, & Brito, 2008.).

2.3 Pesquisas sobre relevância da informação contábil

Pesquisas em âmbito internacional têm investigado a relação entre informações contábeis e o preço das ações das empresas, conforme documenta Holthausen e Watts (2001). Pode ser citado como uma dessas pesquisas internacionais, a de Amir, Harris e Venuti (1993), que investigaram a relevância para o mercado de capitais estadunidense dos ajustes de reconciliação no resultado contábil e no patrimônio líquido exigido para as empresas estrangeiras com ações listadas nas bolsas do país. A pesquisa demonstrou, estatisticamente, que existe relevância incremental para o mercado de capitais americano entre as reconciliações e as informações divulgadas pelas empresas.

Como continuidade às pesquisas em âmbito internacional, aponta-se os estudos de Barth, Beaver e Landsman (1996), que examinaram a relevância da divulgação do valor justo dos instrumentos financeiros, obtendo evidências de que o valor justo para títulos e valores mobiliários, empréstimos e instrumentos financeiros agregam informações explicativas sobre o preço das ações adicionalmente ao custo histórico.

Ainda nessa linha, Collins, Maydew e Weiss (1997) investigaram as mudanças sistemáticas no *value relevance* de lucros e do patrimônio contábil ao longo do tempo. Como resultados, obteve-se que o *value relevance* combinado de lucros e patrimônio líquido não tem diminuído ao longo dos últimos quarenta anos e, de fato, parece ter aumentado ligeiramente. Enquanto que o *value relevance* incremental do lucro líquido isolado, tem diminuído, e tem sido substituído pelo aumento do *value relevance* do patrimônio líquido.

Também, Hassan e Mohd-Saleh (2010) avaliaram se as divulgações de valor justo sobre instrumentos financeiros são relevantes para a tomada de decisão. Obtiveram indícios de que a informação do valor justo é relevante, porém, a divulgação é menos relevante no período em que a norma se torna obrigatória, quando comparado ao período de divulgação voluntária.

Em âmbito nacional, algumas pesquisas relacionadas ao tema de *value relevance* dos números contábeis foram realizadas, como a de Alencar e Dalmacio (2006), que analisaram os efeitos do ativo diferido sobre *value-relevance* do lucro e do patrimônio líquido de empresas brasileiras. Os autores utilizaram uma amostra de 336 empresas, no período de 2000 a 2004 e verificaram que as informações contábeis, mais especificamente o ativo diferido, demonstraram-se relevantes para avaliação dos preços das ações.

Ainda analisando os ativos diferidos, Hungarato e Lopes (2008), identificaram a significância dos gastos em Pesquisa e Desenvolvimento (Estudos e Projetos; Desenvolvimento de Produtos e Marcas e Patentes), para o preço das ações de 22 empresas brasileiras negociadas na BOVESPA, no período compreendido de 1999 a 2006. Como resultado, a pesquisa obteve que os gastos em P&D, isoladamente, não são significantes para o preço das ações das empresas estudadas.

Em relação à ativos intangíveis, Teh, Kayo e Kimura (2008) analisaram a relação desses ativos e o valor de mercado das empresas de capital aberto no mercado brasileiro, com ênfase na análise dos ativos de inovação, especificamente as patentes, e nos ativos de relacionamento, especificamente as marcas, de 216 empresas de diferentes setores, conforme a classificação da Economática[®]. Como resultado, a pesquisa mostrou que a quantidade de marcas possui relação positiva com o valor de mercado das empresas, diferente das patentes

que não apresentaram relação significativa.

No âmbito dos ativos biológicos, Filho, Martins e Machado (2013), avaliaram a relevância da adoção do *fair value* para mensuração de tais ativos, bem como analisaram seus reflexos sobre o patrimônio líquido. Para tanto, analisaram a questão do *value relevance* dos ativos biológicos mensurados ao custo histórico e ao *fair value*, bem como o impacto da mudança de base de mensuração sobre o PL, para os exercícios de 2008 e 2009, de 25 empresas listadas na BM&F Bovespa, que exploravam tais ativos. Como resultados, a pesquisa evidenciou que a mudança na base de mensuração dos ativos biológicos causou aumento estatisticamente significativo nos valores do patrimônio líquido, assim como nos próprios saldos de tais ativos. Além disso, as evidências sustentaram que tal mudança acrescentou relevância à informação contábil, no contexto de mercado de capitais.

Ainda sobre relevância, Martins, M. A. Machado e M. R. Machado (2013) analisaram o *value relevance* das informações referentes às operações de *leasing* operacional, tidas como *off-balance sheet* de uma amostra de 43 empresas listadas na BM&F Bovespa, nos anos de 2010 e 2011. Os autores verificaram que as informações de *leasing* operacional utilizadas como única variável explicativa mostrou-se significativa, explicando parte da variação do preço das ações.

Pode-se abordar também Pinto, Avelar, Fonseca, Silva e Costa (2014), que identificaram se a evidenciação quantitativa e qualitativa de provisões e passivos contingentes está relacionada com o valor de mercado e quais fatores estão relacionados a esse nível de evidenciação. A amostra compreendeu 65 companhias abertas brasileiras listadas no Índice Ibovespa no período contábil de 2010 a 2013. A pesquisa obteve como resultados que o lucro por ação, o grau de endividamento e o valor das provisões e passivos contingentes são *value relevance* na divulgação de informações qualitativas sobre provisões e passivos contingentes, uma vez que as empresas com maiores valores de lucro por ação, endividamento e provisão apresentaram evidenciação acima da média do setor.

Embora haja muitas pesquisas, como as citadas anteriormente, que tratam da relevância de vários números contábeis, as pesquisas sobre a *value relevance* especificamente das Propriedades para Investimento, ainda são limitadas (Ishak, Saringat, Ibrahim, & Wahab, 2012). O primeiro estudo de *value relevance* relativo à propriedade para investimento foi feito na Nova Zelândia, por Owusu-Ansah e Yeoh (2006), com amostra de empresas neozelandesas de 1990 a 1999. Eles investigaram a relevância para dois tipos de tratamento quanto ao reconhecimento de ganhos ou perdas não realizados. Aqueles reconhecidos na reserva de reavaliação, como era permitido antes da introdução da IAS 40, e os reconhecidos apenas na demonstração de resultado, após a IAS 40. Os pesquisadores constataram que não existe *value relevance* maior para o reconhecimento de ganhos não realizados na demonstração do resultado (conforme exigido pelo IAS 40) se comparado ao reconhecimento na conta de reserva de reavaliação.

Dessa forma, So e Smith (2009) estenderam o estudo de Owusu-Ansah e Yeoh (2006) para uma situação semelhante em empresas com propriedades para investimento listadas em Hong Kong de 2004 a 2006, investigando a *value relevance* do método de reavaliação exigido antes da conversão às normas internacionais (na conta de reavaliação) e o método de reavaliação pós-convergência a IAS 40 (na demonstração de resultados). Seus resultados, diferentemente de Owusu-Ansah e Yeoh (2006), mostraram maior retorno e reação do mercado quando as empresas apresentaram as alterações no valor justo de propriedades para investimento na demonstração de resultados do que na conta de reavaliação, contribuindo para a ideia de utilidade das informações quando apresentadas de acordo com as IFRS.

Na Malásia, Pappu e Devi (2011) estudaram com base em 411 empresas, listadas em vários setores, a *value relevance* das informações de propriedade de investimento quando

mensuradas a custo e quando mensuradas a valor justo. Como resultados obtiveram que o modelo de custo histórico é mais relevante do que o modelo de valor justo. Ainda na Malásia, Ishak, Saringat, Ibrahim e Wahab, (2012) avaliaram também a *value relevance* do modelo de valor justo como um tratamento disponível sob a norma contábil FRS 140 (IAS 40) Propriedade para Investimento. Os dados foram coletados da *Bursa Malaysia Berhad* e analisados por regressão múltipla, contendo 61 empresas listadas nos setores imobiliários de 2007 a 2009 como amostra. Coerente com Pappu e Devi (2011), Ishak, Saringat, Ibrahim e Wahab (2012) forneceram evidências de que o valor justo não é relevante e sugerem que o modelo de valor justo não se difere do modelo de custo.

Nota-se que os poucos estudos sobre a *value relevance* de Propriedade para Investimento citados acima apresentam resultados mistos, ora constatado relevância, ora constatado a não relevância. Essa inconsistência pode ser influenciada pela diferença no estágio de desenvolvimento do mercado de capitais onde a amostra de cada estudo foi retirada (So & Smith, 2009 em Hong Kong; Owusu-Ansah & Yeoh, 2006 na Nova Zelândia; Pappu & Devi, 2011 e Ishak, Saringat, Ibrahim, & Wahab, 2012 na Malásia).

Portanto, examinar a mesma questão da *value relevance* das Propriedades para Investimento no contexto do Brasil pode ser relevante para fornecer informações adicionais na literatura atual, uma vez que não foram encontrados nos portais de pesquisa, tais como, SPELL; Portal de Periódicos CAPES e Google Acadêmico, estudos nacionais anteriores que investigassem o tema. As pesquisas nacionais encontradas relacionadas à Propriedade para Investimento, em sua maioria, abordam sobre o tema Escolhas Contábeis, analisando os fatores que influenciam as entidades a optarem na mensuração a custo ou a valor justo de Propriedade para Investimento, não necessariamente buscando o impacto que essas escolhas têm sobre o valor da ação ou a relevância que a divulgação da Propriedade para Investimento tem para os usuários externos (Andrade, Silva, & Malaquias, 2013; Batista, Prado, Machado, & Paulo, 2013; Costa, Silva, & Laurencel, 2013; Souza, Botinha, Silva, & Lemes, 2014).

3 METODOLOGIA E PROCEDIMENTOS DA PESQUISA

Esta pesquisa tem por objetivo investigar a relevância para o mercado de capitais dos ativos reconhecidos como propriedades para investimento das empresas listadas na BM&F BOVESPA no período de 2011 a 2014.

3.1 Coleta de dados

Inicialmente, para a construção do banco de dados da pesquisa, foram coletadas as empresas de todos os setores, listadas na BM&F BOVESPA, que possuíam o ativo de Propriedade para Investimento em pelo menos um período da janela de coleta, totalizando uma população de 85 empresas. Em seguida foi coletado diretamente da Economática® os dados de preço das ações, considerando as cotações do dia 30 de abril do ano seguinte ao do encerramento do exercício social da empresa, procedimento similar ao dos trabalhos de Alencar e Dalmacio (2006); Costa e Lopes (2007); Hungarato e Lopes (2008); Lang, Raedy e Yetman (2003); Macedo, Bezerra e Klann (2014); Moraes e Curto (2008); Rezende (2005); Rezende, Batistella, Dalmácio e Brito (2008). Tomou-se como base o preço de fechamento, tendo sido considerado 30 dias de tolerância, pois em alguns casos, na data escolhida não haviam ocorrido negócios para as empresas selecionadas na amostra.

Portanto, no intuito de cumprir o objetivo do artigo, foram excluídas as empresas que não apresentavam cotação das ações no mês de abril, restando assim 77 empresas, para a amostra, no total de 242 observações, considerando que nem todas as empresas dispunham de dados para todos os anos coletados. Foram coletados ainda a quantidade de ações, o valor do Patrimônio Líquido Consolidado, o Lucro Líquido e o valor total de Propriedade para Investimento. Todas essas variáveis foram coletadas no final do exercício dos respectivos anos no banco de dados da Economática®.

A fim de dar maior robustez aos resultados, foram utilizadas duas amostras, uma com todas as 242 observações coletadas e outra excluindo-se os *outliers* multivariados, detectados com o uso do método de Hadi (1992), totalizando 210 observações.

A pesquisa se dividiu em duas etapas, utilizando-se o método de regressão linear. Na primeira etapa foi avaliado o poder de explicação entre o lucro líquido e patrimônio líquido em relação dos preços das ações. Na fase seguinte, analisou-se o poder incremental da propriedade para investimento, e se esta variável se apresentaria estatisticamente significativa ao modelo de avaliação, a partir da comparação entre os coeficientes de determinação R^2 dos dois modelos.

Para estimar a regressão foi utilizado modelo de dados em painel (2011-2014), pois, devido à estrutura da base de dados, foram coletados dados de várias empresas ao longo de vários anos, sendo possível, assim, obter maior eficiência na estimação, por conta do aumento no número de observações coletadas e da redução dos efeitos da multicolinearidade das variáveis independentes (Duarte, Lamounier, & Takamatsu, 2007). Ressalta-se ainda que, para todos os testes estatísticos foi utilizado um nível de significância de 10%.

3.2 Modelo Estatístico Utilizado

Para verificar a associação entre a variação do preço da ação e a evidenciação das propriedades para investimento das entidades foi utilizada a técnica estatística da regressão linear, uma vez que esta estuda a relação entre duas ou mais variáveis, prevendo os valores de uma variável em função da outra, sendo adotado o modelo de Ohlson. Ohlson (1995) desenvolveu seu modelo de avaliação de empresas com base no estudo do Lucro Líquido, em que variáveis contábeis fossem os parâmetros principais no desenvolvimento da avaliação (Cupertino & Lustosa, 2004). A proposta de Ohlson baseou-se no modelo de avaliação pelo lucro residual, o *Residual Income Valuation* (RIV), em que o valor da empresa representa o somatório do valor contábil do Patrimônio Líquido mais o valor atual dos lucros residuais futuros (Rezende, 2005). Assim, de acordo com o RIV, os lucros (e não os dividendos) são a base para o cálculo do valor da empresa, e as adaptações feitas por Collins, Maydew e Weiss (1997) no referido modelo são tomadas como referência nas pesquisas de *value relevance* que investigam o poder do patrimônio líquido e do lucro contábil em refletir o preço das ações.

O modelo utiliza na sua avaliação duas variáveis que são extraídas do sistema contábil: Patrimônio Líquido (Balanço Patrimonial); e o Lucro Líquido (Demonstração do Resultado do Exercício), por isso promove grande interesse em pesquisadores por trabalhos dessa natureza, tendo grande destaque em estudos de *value relevance* (Alencar & Dalmácio, 2006; Lopes Sant' Anna & Costa, 2007; Rezende, Batistella, Dalmácio, & Brito, 2008). A utilização do Modelo de Ohlson (1995) justifica-se ainda por oferecer uma representação descritiva da contabilidade e do processo de avaliação de empresas, pois possibilita uma ligação formal entre avaliação do valor de mercado de uma empresa e seus números contábeis (Lundholm, 1995). O modelo de Ohlson (1995) pode ser descrito, conforme a equação a seguir, proposta por Collins, Maydew e Weiss (1997):

$$P_{ij} = \alpha + \alpha_1 E_{ij} + \alpha_2 BV_{ij} + \varepsilon_i$$

Em que:

P_{ij} = preço das ações da empresa i após o final do exercício social do ano j ;

E_{ij} = valor do lucro líquido por ação da empresa i no final do exercício social do ano j ;

BV_{ij} = valor do patrimônio líquido por ação da empresa i no final do ano j e

ε_i = valor termo de erro da regressão.

O modelo proposto tem a característica de permitir a investigação de conteúdo informacional por meio da comparação entre os coeficientes de determinação R^2 de modelos com variáveis alternativas (Barth, Beaver, & Landsman, 1996).

3.4 Variáveis E Hipóteses

Dada à contextualização, duas hipóteses foram elaboradas:

Hipótese (i): O lucro e o patrimônio líquido geram informações contábeis relevantes para os investidores.

Hipótese (ii): O lucro, o patrimônio líquido e as propriedades para investimento geram informações contábeis relevantes para os investidores.

Diante da formulação proposta por Collins, Maydew e Weiss (1997), para esta pesquisa, fez-se algumas adaptações na modelagem proposta com o objetivo de verificar o poder explicativo das propriedades para investimento e seu poder incremental em relação ao poder explicativo do patrimônio líquido das empresas tendo em vista aos preços de mercado correntes. Para testar as referidas hipóteses, utilizaram-se as seguintes modelagens:

$$\text{Hipótese (i): } P_{ij} = \beta_0 + \beta_1 LUC_{ij} + \beta_2 PL_{ij} + \varepsilon_i$$

$$\text{Hipótese (ii): } P_{ij} = \beta_0 + \beta_1 LUC_{ij} + \beta_2 (PL_{ij} - PRIN_{ij}) + \beta_3 PRIN_{ij} + \varepsilon_i$$

Onde:

P_{ij} = Representa o preço das ações da empresa i quatro meses após a data da publicação das informações contábeis, para garantir que as informações já estejam refletidas nos preços das ações.

PL_{ij} = Representa o Patrimônio líquido, mensurado pela norma societária, dividido pelo número de ações da empresa i no final do exercício social j .

LUC_{ij} = Representa o Lucro Líquido mensurado pela norma societária, dividido pelo número de ações da empresa i no final do exercício social j .

$PRIN_{ij}$ = Representa a divisão dos valores contábeis das Propriedades para Investimento pelo número de ações da empresa i no final do exercício social j .

ε_{ij} = valor termo de erro da regressão.

4 RESULTADOS

4.1 Apresentação dos resultados

A seguir é apresentada a Tabela 1, onde é feita uma análise descritiva dos dados, primeiramente da amostra completa, com todas as 242 observações:

Tabela 1 – Estatística Descritiva da Amostra Completa

VARIÁVEIS	MÉDIA	DESVIO PADRÃO	MINÍMO	MÁXIMO
COTAÇÃO	20,0845	22,0301	0,0600	148,5368
PL TOTAL ¹	2820451	4275878	-1097331	2,65e+07
LL TOTAL ¹	195448,5	394790,6	-767220	2005727
PL AÇÃO ¹	23,6004	38,0846	-22,6924	279,4819
LL AÇÃO ¹	0,9544	4,3924	-26,2021	24,2779
PLINV ¹	14,7466	40,5221	-238,7481	276,7394
INVACAO ¹	8,8538	27,4732	0,0000	375,8244
Nº DE OBSERVAÇÕES	242	242	242	242

COTAÇÃO: Preço da ação no dia 30 de abril; PL TOTAL: Valor total do Patrimônio Líquido; LL TOTAL: Valor total do Lucro Líquido; PL AÇÃO: Valor total do Patrimônio Líquido por Ação; LL AÇÃO: Valor total do Lucro Líquido por Ação; PLINV: Patrimônio Líquido menos Propriedade para Investimento por Ação; INVACAO: Propriedade para investimento por ação. ¹Valores em milhares de reais.

Os dados apresentados na Tabela 1 apresentam uma maior variação (desvio padrão) entre os indivíduos, ao longo do tempo, do que considerando cada indivíduo ao longo do tempo. Isso pode ser explicado pela expressiva diferença entre o tamanho das Propriedades para Investimento entre as empresas, como por exemplo, a Minas Máquinas que em 2014 apresentou um saldo de 21 mil reais e a BR Malls de 17.301 bilhões de reais.

A partir disso, fez-se necessário analisar a amostra sem *outliers*, cujos resultados são apresentados na Tabela 2 a seguir:

Tabela 2 – Estatística Descritiva da Amostra sem Outliers

VARIÁVEIS	MÉDIA	DESVIO PADRÃO	MINÍMO	MÁXIMO
COTAÇÃO	14,6246	10,5218	0,0600	53,6406
PL TOTAL ¹	2979639	4387636	-1046177	2,65e+07
LL TOTAL ¹	201662,5	366784,2	-6688035	2005727
PL AÇÃO ¹	15,1460	15,7609	-20,7926	67,6260
LL AÇÃO ¹	0,8946	1,3701	-3,2200	5,3697
PLINV ¹	8,3130	15,2801	-29,7093	60,2469
INVACAO ¹	6,8330	13,8210	0,0000	64,8005
Nº DE OBSERVAÇÕES	210	210	210	210

COTAÇÃO: Preço da ação no dia 30 de abril; PL TOTAL: Valor total do Patrimônio Líquido; LL TOTAL: Valor total do Lucro Líquido; PL AÇÃO: Valor total do Patrimônio Líquido por Ação; LL AÇÃO: Valor total do Lucro Líquido por Ação; PLINV: Patrimônio Líquido menos Propriedade para Investimento por Ação; INVACAO: Propriedade para Investimento por Ação; Nº DE OBSERVAÇÕES: Número de Observações; ¹Valores em milhares de reais.

A partir da análise da Tabela 2, pode-se inferir que, com a retirada dos *outliers*, a diferença entre o máximo e o mínimo, e conseqüentemente do desvio padrão, foi reduzida em quase todas as análises, exceto no Patrimônio Líquido Total, no entanto, a diferença ainda é considerável. Por exemplo, o máximo e mínimo do Patrimônio Líquido por Ação da Tabela 1, que considera a amostra completa, são, respectivamente, -22,6924 e 279,4819, com um desvio padrão de 38,0846 aproximadamente. Já o máximo e mínimo do mesmo na Tabela 2, que

considera a amostra sem os *outliers*, são, respectivamente, -20,7926 e 67,6260, com um desvio padrão de 15,7609 aproximadamente.

4.2 Discussão dos resultados

A seguir é apresentada a Tabela 3, com os resultados da regressão dos dados, primeiramente da amostra completa, com todas as 242 observações:

Tabela 3 – Resultados da Regressão com as Amostras Completas

Modelo Testado Amostra Completa:						
<i>Hipótese (i): $P_{ij} = \beta_0 + \beta_1 LUC_{ij} + \beta_2 PL_{ij} + \epsilon_i$</i>						
<i>Hipótese (ii): $P_{ij} = \beta_0 + \beta_1 LUC_{ij} + \beta_2 (PL_{ij} - PRIN_{ij}) + \beta_3 PRIN_{ij} + \epsilon_i$</i>						
VARIÁVEL	HIPÓTESE 1			HIPÓTESE 2		
	POLS	EA	EF	POLS	EA	EF
C	13,1505*** (1,5720)	15,4320*** (2,1699)	18,9098*** (1,6858)	12,7763*** (1,4970)	14,9605*** (2,0932)	20,5677*** (1,5023)
LUC	1,3099*** (0,4615)	0,1705 (0,1147)	0,0688 (0,1478)	1,2929*** (0,4652)	0,1765 (0,1260)	0,0771 (0,1404)
PL	0,2408*** (0,0526)	0,2996*** (0,0710)	0,04670 (0,094)			
PLINV				0,2234*** (0,0519)	0,1962*** (0,0599)	0,0530 (0,0704)
INVACAO				0,3140*** (0,0554)	0,3170*** (0,0560)	- 0,1511* *(0,0749)
Nº OBS	242	242	242	242	242	242
R ²	0,2576		0,0040	0,2694		0,0108
R ² Overall		0,2080	0,2232		0,2198	0,0033
R ² Between		0,2764	0,2994		0,3150	0,0749
R ² Within		0,0037	0,0040		0,0019	0,0108
Breusch-Pagan (Estatística)	91,80			66,61		
Breusch-Pagan (<i>p-value</i>)	0,0000			0,0000		
Teste F de Chow (Estatística)	14,25			14,01		
Teste F de Chow (<i>p-value</i>)	0,0000			0,0000		
Lagrangian ¹ (Estatística)	107,43			114,64		
Lagrangian ¹ (<i>p-value</i>)	0,0000			0,0000		
Hausman (Estatística)	35,37			35,72		
Hausman (<i>p-value</i>)	0,0000			0,0000		

C = constante; LUC = Lucro Líquido por Ação; PL = Patrimônio Líquido por Ação; $PLINV$ = Patrimônio Líquido menos Propriedade para Investimento por Ação; $INVACAO$ = Propriedade para investimento por ação. Legenda para significância dos coeficientes: *** (<0,01); ** (<0,05); e a * (0,10). ¹Refere-se ao teste de Breusch-Pagan Lagrangian. N° OBS = número de observações.

Após a realização do teste de Breusch-Pagan em nível de 5%, obteve-se que os dados são heterocedásticos, exigindo-se o uso de regressões com correção de White, também chamada de regressão com erro padrão robusto para heterocedasticidade. Para verificar o melhor método entre POLS ou Efeitos Fixos, foi aplicado o teste F de Chow, em que a hipótese do método de POLS foi descartada, indicando que os interceptos não são iguais para todas as *cross-sections* analisadas. Já para verificar o melhor método entre POLS ou Efeitos Aleatórios, foi utilizado o teste de Breusch-Pagan Lagrangian, que também rejeitou a hipótese de POLS, indicando a existência de diferenças entre as empresas da amostra, que são refletidas nos termos de erro da regressão. Por fim, aplicou-se o teste de Hausman para confrontar o método de Efeitos Fixos em relação aos Efeitos Aleatórios, e o mesmo indicou o modelo de Efeitos Fixos como o mais adequado. Os mesmos testes de adequação foram realizados para o modelo da Hipótese 2, obtendo-se novamente que o método mais adequado para os dados da pesquisa é o estimado por meio de Efeitos Fixos. No entanto, para fins de apresentação, os resultados dos modelos estimados pelos métodos POLS e Efeitos Aleatórios estão também listados na Tabela 3.

Ao analisar os resultados das estimações, observa-se que apenas os modelos estimados pelo método POLS foram significativos. No entanto, levando-se em conta os testes de adequação, que indicaram o modelo de Efeitos Fixos como o mais adequado, os resultados não se mantiveram. Ao considerar então os coeficientes estimados pelo método de Efeitos Fixos a Hipótese 1 foi rejeitada, uma vez que, o Lucro Líquido por Ação e o Patrimônio Líquido por Ação não se mostraram relevantes à níveis de significância menores que 10%. A Hipótese 2 também foi rejeitada, pois o Lucro Líquido por Ação e o Patrimônio Líquido menos Propriedade para Investimento por Ação não foram significativos. Ou seja, o modelo como um todo não mostrou uma *value relevance* das Propriedades para Investimento.

No entanto, assim como na análise descritiva, devido à alta dispersão dos dados da amostra e no intuito de buscar maior significância nos resultados, foi feito um tratamento multivariado para *outliers*, utilizando a técnica proposta por Hadi (1992, *apud* Ribeiro, 2014). Assim foram excluídos todos os dados identificados como *outliers*, tanto para variáveis dependentes quanto para independentes, totalizando 32 *outliers*, restando uma amostra de 210 observações. Os resultados da regressão para essa amostra sem *outliers* são apresentados na Tabela 4 a seguir:

Tabela 4 – Resultados da Regressão com a Amostra Sem *Outliers*

Modelo Testado Amostra Sem Outliers:						
Hipótese (i): $P_{ij} = \beta_0 + \beta_1 LUC_{ij} + \beta_2 PL_{ij} + \epsilon_i$						
Hipótese (ii): $P_{ij} = \beta_0 + \beta_1 LUC_{ij} + \beta_2 (PL_{ij} - PRIN_{ij}) + \beta_3 PRIN_{ij} + \epsilon_i$						
VARIÁVEL	HIPÓTESE 1			HIPÓTESE 2		
	POLS	EA	EF	POLS	EA	EF
<i>C</i>	11,5762** * (0,9570)	12,5949*** (1,2967)	13,5676*** (0,8526)	11,5163*** (0,9349)	12,4121*** (1,2554)	14,2476*** (1,1126)
<i>LUC</i>	3,1911*** (0,5729)	2,6679*** (0,5571)	2,6823*** (0,6062)	3,1925*** (0,5762)	2,6963*** (0,5658)	2,6430*** (0,6112)
<i>PL</i>	0,0127 (0,0557)	-0,0342 0,0574	-0,0886* (0,0497)			
<i>PLINV</i>				-0,0318 (0,0670)	-0,0525 (0,0642)	-0,0735 (0,0514)
<i>INVACAO</i>				0,0756 (0,0633)	0,0205 (0,0832)	-0,2014* (0,1200)
Nº OBS	210	210	210	210	210	210
R ²	0,1807		0,2132	0,1961		0,2165
R ² Overall		0,1750	0,1497		0,1930	0,0656
R ² Between		0,1244	0,1026		0,1452	0,0311
R ² Within		0,2108	0,2132		0,2070	0,2165
Breusch-Pagan (Estatística)	3,8500			4,3700		
Breusch-Pagan (<i>p-value</i>)	0,0497			0,0366		
Teste F de Chow (Estatística)	11,0300			10,7600		
Teste F de Chow (<i>p-value</i>)	0,0000			0,0000		
Lagrangian ¹ (Estatística)	128,3800			128,3800		
Lagrangian ¹ (<i>p-value</i>)	0,0000			0,0000		
Hausman (Estatística)	0,9100			0,0200		
Hausman (<i>p-value</i>)	0,6330			0,8873		

C = constante; *LUC* = Lucro Líquido por Ação; *PL* = Patrimônio Líquido por Ação; *PLINV* = Patrimônio Líquido menos Propriedade para Investimento por Ação; *INVACAO* = Propriedade para investimento por ação. Legenda para significância dos coeficientes: ***(<0,01); **(<0,05); e a *(0,10). ¹Refere-se ao teste de Breusch-Pagan Lagrangian. Nº OBS = Número de Observações.

Para a Amostra sem *outliers* foram realizados os mesmos testes. O teste de Breusch-Pagan em nível de 5% obteve que os dados são heterocedásticos, exigindo-se o uso de

regressões com correção de White, também chamada de regressão com erro padrão robusto para heterocedasticidade. Para verificar o melhor método entre POLS ou Efeitos Fixos, foi aplicado o teste F de Chow, em que a hipótese do método de POLS foi descartada, semelhante à amostra com *outliers*. Já para verificar o melhor método entre POLS ou Efeitos Aleatórios, foi utilizado o teste de Breusch-Pagan Lagrangian, que também rejeitou a hipótese de POLS, indicando a existência de diferenças entre as empresas da amostra, que são refletidas nos termos de erro da regressão. Por fim, aplicou-se o teste de Hausman para confrontar o método de Efeitos Fixos em relação aos Efeitos Aleatórios, e o mesmo indicou o método de Efeitos Aleatórios como o mais adequado. Resultado diferente daquele encontrado nos testes realizados com a amostra completa, sem o tratamento dos *outliers*, que indicou Efeitos Fixos. Os mesmos testes de adequação foram realizados para o modelo da Hipótese 2, obtendo-se novamente que o método mais adequado para os dados da pesquisa é o estimado por meio de Efeitos Aleatórios. No entanto para fins de apresentação, os resultados dos modelos estimados pelos métodos POLS e Efeitos Fixos estão também listados na Tabela 4.

Ao analisar os resultados das estimações, observa-se que, assim como na amostra completa, apenas os modelos estimados pelo método POLS foram significativos. No entanto, levando-se em conta os testes de adequação, que indicaram o modelo de Efeitos Aleatórios como o mais adequado, os resultados não se mantiveram. Ao considerar então os coeficientes estimados pelo método de Efeitos Aleatórios, a Hipótese 1 foi rejeitada, uma vez que, o Patrimônio Líquido por Ação não se mostrou relevante à níveis de significância menores que 10%. A Hipótese 2 também foi rejeitada, pois o Patrimônio Líquido menos Propriedade para Investimento por Ação e a Propriedade para Investimento por Ação não foram significativos. Ou seja, o modelo como um todo não mostrou uma *value relevance* das Propriedades para Investimento.

Assim, mesmo com a retirada dos *outliers* as Propriedades para Investimento das empresas listadas na BM&F BOVESPA nos anos de 2011 a 2014 não se mostraram relevantes para o preço das ações das empresas da amostra. Uma possível explicação para isso é o fato das empresas terem a opção de incorporar em seus ativos as alterações nos valores justos de suas Propriedades para Investimento, que são reconhecidas no resultado. No entanto, como tais valores não são normalmente distribuídos como dividendos, pois não são realizados, os mesmos são incorporados ao Patrimônio Líquido como Reserva de Lucros a realizar, não tendo assim, nenhum efeito sobre os dividendos pagos aos investidores. Portanto, como tais Propriedades não são constituídas normalmente para venda, esses valores permanecem no Patrimônio Líquido, sem perspectiva de distribuição, podendo fazer com que tanto o Lucro Líquido quanto o Patrimônio Líquido das empresas que possuem esses Ativos não sejam considerados relevantes pelos investidores.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste trabalho foi verificar, de modo empírico, a relevância para o mercado de capitais das propriedades para investimentos das empresas listadas na BM&F BOVESPA. Assim, foram consideradas duas hipóteses. A primeira, que o Lucro e o Patrimônio Líquido geram informações contábeis relevantes para os investidores, e, a segunda, que o Lucro, o Patrimônio Líquido e as Propriedades para Investimento geram informações contábeis relevantes para os investidores, admitindo que as Propriedades para Investimento possuam efeito incremental na relevância da informação contábil em relação apenas ao Lucro e Patrimônio Líquido. A fim de dar maior robustez aos resultados, as hipóteses foram testadas considerando duas amostras. Uma com o total de empresas que possuíam Propriedade para

Investimento nos anos de 2011 a 2014 (242 observações) e outra excluindo-se os *outliers* (210 observações).

Pela análise dos resultados apresentados, utilizando a estimação por meio de regressão de dados em painel, rejeitou-se tanto a Hipótese 1 quanto a Hipótese 2, ou seja, o Patrimônio líquido por Ação, o Lucro Líquido por Ação e a Propriedade para Investimento por Ação não apresentaram resultados estatisticamente significativos, portanto não são *value relevance* para determinar o preço da ação e então influenciar a tomada de decisão dos usuários da informação contábil.

Este estudo acrescenta à literatura limitada sobre *value relevance* de Propriedade para Investimento, contribuindo para um maior entendimento do comportamento adotado pelas entidades brasileiras no seu processo de reconhecimento, mensuração e evidenciação de informações contábeis, a partir da adoção do novo arcabouço contábil internacional, bem como permitindo uma maior compreensão do impacto das escolhas contábeis utilizadas pelas companhias brasileiras nos seus valores de mercado.

Entretanto, esta pesquisa não tem por objetivo ser única e definitiva. Os resultados encontrados são apenas em relação à amostra e ao período analisado, não sendo possível estender para períodos subsequentes. Como limitação, tem-se a data da coletada do preço da ação, em que foi utilizado como data base o dia 30 de abril seguindo outras linhas de pesquisa citadas anteriormente. Ainda como limitação está o fato de não ter sido feita uma separação quanto à forma de mensuração das Propriedades para Investimento, se a custo ou a valor justo, sendo que tal procedimento pode alterar os resultados da pesquisa.

Pesquisas futuras são relevantes principalmente para testar se, em outra janela temporal, com outras amostras ou também utilizando outras datas para a coleta do preço da ação, os resultados se mantêm ou se tornam diferentes.

REFERÊNCIAS

- Alencar, R. C. de., & Dalmacio, F. Z. (2006). A Relevância da Informação Contábil no Processo de Avaliação de Empresas Brasileiras – Uma Análise dos Investimentos em Ativos Intangíveis e Seus Efeitos sobre Value-Relevance do Lucro e Patrimônio Líquido. In: Encontro da Anpad, 30. Salvador. Anais do XXX EnANPAD. Salvador: ANPAD, 2006. CD-ROOM.
- Amir, E.; Harris, T. S., & Venutti, E. K. (1993). A comparison of value relevance of US versus non-US-GAAP accounting measures using Form 20-F reconciliations. *Journal of Accounting Research Supplement*, v. 31, p. 230–264.
- Andrade, M. E. M. C., Silva, D. M., & Malaquias, R. F. (2013). Escolhas contábeis em propriedades para investimento. *Revista Universo Contábil*, 9(3), 22-37.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, v. 6, p. 159–177.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for finance accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, v.31, p. 77-104.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (1996). "Value relevance of Banks' Fair Value Disclosures Under, SFAS No. 107". *The Accounting Review* 71, pp. 479-504.

- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2000). The Relevance of the Value relevance Literature For Financial Accounting Standard Setting: Another View. SSRN Electronic Journal.
- Batista, F. F., Prado, A. G. da S., Machado, M. R., & Paulo, E. (2013). Uma análise da mensuração e evidenciação de propriedades para investimento nas companhias brasileiras do setor de exploração de imóveis. *Revista Ambiente Contábil*, UFRN, Natal, RN, 5(1), 281-299
- Collins, D., Maydew, E. L., & Weiss, L. (1997). Changes in the value relevance of earnings and book value over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, v.24, p.39-67.
- Costa, T. A., Silva, A. H. C., & Laurencel, L. C (2013). Escolha de práticas contábeis: um estudo sobre propriedades para investimento em empresas brasileiras não financeiras de capital aberto. *Revista de Contabilidade e Organizações*, v. 7, n. 18, p. 25-36.
- CPC - Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Pronunciamento conceitual básico – CPC 00 (2011). Estrutura conceitual para a elaboração e apresentação das demonstrações contábeis. Brasília.
- CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Propriedade para Investimento. Pronunciamento Técnico CPC-28 (2009).
- Cupertino, C.M., & Lustosa, P.R.B. (2004). *Brazilian Business Review*, v.1 p. 135- 149.
- Domingues, J.C. de A. (2014). O valor da Empresa e a Relevância das Informações Contábeis e Suplementares de Petrolíferas Mundiais (Tese de Doutorado). FEA/RP-USP.
- Duarte, P. C., Lamounier, W.M., & Takamatsu, R.T. (2007). Modelos econométricos para dados em painel: aspectos teóricos e exemplos de aplicação à pesquisa em contabilidade e finanças. Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade, 4, 2007, São Paulo. Anais... São Paulo: FEA/USP.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, v. 25, n. 2, p. 383-417, Cambridge, May.
- Frankel, R., & Lee, C. M. C. (1996). Accounting Diversity and International Valuation. Johnson School Cornell University.
- Hadi, A.S. (1992); Identifying multiple outliers in multivariate data. *J. R.Statist. Soc. B*, 54, 761-771.
- Hassan, M. S., & Mohd-Saleh, N. (2010). The value relevance of financial instruments disclosure in Malaysian firms listed in the Main Board of Bursa Malaysia. *Journal of Economics and Management*, 4(2), 243-270.
- Holthausen, R. W., & R. L. Watts. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics* 31 (1-3): 3–75.
- Hung, M., & Subramanyam, K. R. (2007). Financial statement effects of adopting international accounting standards: the case of Germany. *Review of Accounting Studies*, v. 12, p. 623-657.
- Hungarato, A., & Lopes, A. B. (2008). Value-Relevance dos Gastos em P&D para o Preço das Ações das Empresas Brasileiras Negociadas na Bovespa. In: Simpósio de Gestão da Inovação Tecnológica. 25., 2008, Brasília. Anais do XXV Simpósio de Gestão da Inovação Tecnológica. Brasília. ANPAD. CD-ROM.

- Ishak, H.S., Saringat, S.M., Ibrahim, M.K., & Wahab, W.A.E. (2012). Value Relevance of Fair Value Model on Accounting for Investment Property. Proceeding of 3rd International Conference on Business and Economic Research.
- Kothari, S. P. (2001). Capital Markets Research in Accounting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, p. 105-231.
- Lang, M., Raedy, J., & Yetman, M. (2003). How representative are firms that are cross listed in the United States? An analysis of accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 41(2), p. 363-386.
- Lopes, A. B., Sant'anna, D. P., & Costa, F. M. (2007). A Relevância das Informações Contábeis na BOVESPA a partir do Arcabouço Teórico de Ohlson: avaliação dos modelos de Residual Income Valuation e Abnormal Earnings Growth. *RAUSP*, v. 42, n. 4, p. 497-510.
- Lundholm, R. J. (1995). A Tutorial on the Ohlson and Feltham/Ohlson Models: Answers to some Frequently Asked Questions. *Contemporary Accounting Research*, v. 11, p. 749-761.
- Macedo, F. F. R. R., Bezerra, F. A., & Klann, R. C. (2014) Value Relevance Da Informação Contábil Com Base Na Demonstração Das Origens E Aplicações De Recursos E Na Demonstração Dos Fluxos De Caixa: Um Estudo Nas Empresas Listadas Nos Níveis De Governança Corporativa E No Mercado Tradicional Da Bm&Fbovesp. *RIC - Revista de Informação Contábil - ISSN 1982-3967 - Vol. 7, no 4, p. 55-73.*
- Macedo, M. A. S., Machado, M. A. V., & Machado, M. R. (2011). Análise da Relevância da Informação Contábil no Brasil num Contexto de Convergência às Normas Internacionais de Contabilidade. In: Congresso Nacional De Administração E Ciências Contábeis – ADCONT, 2, Rio de Janeiro.
- Martins, V. G., Machado, M. A. V., & Callado, A. L. C. (2014). Relevância e representação fidedigna na mensuração de ativos biológicos a valor justo por empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista Contemporânea de Contabilidade, UFSC, Florianópolis*, v.11, n.22, p. 163-188.
- Martins, V. G., Machado, M. A. V., & Machado, M. R. (2013). Value relevance das informações de Leasing Operacional: um estudo em empresas brasileiras. *Enf.: Ref. Cont. UEM – Paraná* v. 32 n. 2 p. 83-99.
- Niyama, J. K. (2007). *Contabilidade Internacional*. 1. ed. 4. reimpr. São Paulo: Atlas, 165p.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, v. 11, p. 661-687.
- Owusu-Ansah, S., & Yeoh, J. (2006). Relative value relevance of alternative accounting treatments for unrealized gains: Implications for the IASB. *Journal of International Financial Management and Accounting* 17(3): 232-255.
- Pappu, R., & Devi, S.S. (2011). The Value Relevance of International Accounting Standard 40 on Investment Property: Evidence from Malaysia. *eProceedings for 2011 International Research Conference and Colloquium*. 48-61.
- Perramon, J., & Amat, O. (2006). IFRS Introduction and its Effects on Listed Companies in Spain. Working Paper.
- Pinto, A.F, Avelar, B., Fonseca, K.B.C., Silva, M.B.A., & Costa, P.S. (2014). Value Relevance da Evidenciação de Provisões e Passivos Contingentes. *Pensar Contábil*, Rio de Janeiro, v. 16, n. 61, p. 5345- 6454.

- Rezende, A. J. (2005). A Relevância da Informação Contábil no Processo de Avaliação de Empresas da Nova e Velha Economia -Uma Análise dos Investimentos em Ativos Intangíveis e Seus Efeitos sobre Value-Relevance do Lucro e Patrimônio Líquido. In: BBR - Brazilian Business Review, vol. 2, núm. 1, pp. 33-52, FUCAPE Business School Brasil.
- Rezende, A. J., Batistella, F. D., Dalmácio, F. Z., & Brito, G.A.S. (2008). A Relevância da Informação Contábil no Mercado de Ações Brasileiro: Uma Análise Informação Societária e Informação Corrigida. In: XXXII Encontro da ANPAD.
- Scarpin, J. E., Pinto, J., & Boff, M. L. (2007). A Relevância da Informação Contábil e o Mercado de Capitais: Uma Análise Empírica das Empresas Listadas no Índice Brasil. In: Congresso Usp de Controladoria e Contabilidade, São Paulo. Anais. São Paulo: FEA/USP.
- Silva Filho, A. C. C., Martins, V. G., & Machado, M. A. V. (2013). Adoção do Valor Justo para os Ativos Biológicos: Análise da sua Relevância em Empresas Brasileiras. Revista Universo Contábil, v. 9, n. 4, p. 110-127.
- So, S., & Smith, M. (2009). Value-relevance of presenting changes in fair value of investment properties in the income statement: evidence from Hong Kong. Accounting and Business Research 39(2): 103-118.
- Souza, F. Ê. A.; Botinha, R. A., & Silva, P. R. (2014). A comparabilidade das escolhas contábeis na avaliação posterior de propriedades para investimento: Uma análise das companhias abertas brasileiras e portuguesas. VIII Congresso Anpcont, Rio de Janeiro.
- Teh, C. C., Kayo, E. K., & Kimura, H. (2008). Marcas, Patentes e Criação de Valor. In: RAM – Revista de Administração Mackenzie, Volume 9, n. 1, p. 86-106.
- Verrecchia, R. (2001). Essays on disclosure. Journal of Accounting and Economics, v. 32, p. 97-180.