

**FUCAPE PESQUISAS, ENSINO E PARTICIPAÇÕES LTDA
FUCAPE RJ**

ALEXANDRE CORDEIRO DE ANDRADE

***VALUE RELEVANCE* DOS DIFERENTES NÍVEIS DE VALOR JUSTO
DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

RIO DE JANEIRO

2017

ALEXANDRE CORDEIRO DE ANDRADE

**VALUE RELEVANCE DOS DIFERENTES NÍVEIS DE VALOR JUSTO
DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fucape Pesquisas, Ensino e Participações LTDA – FUCAPE RJ, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Aridelmo Jose
Campanharo Teixeira

RIO DE JANEIRO

2017

ALEXANDRE CORDEIRO DE ANDRADE

**VALUE RELEVANCE DOS DIFERENTES NÍVEIS DE VALOR JUSTO
DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

Dissertação (Tese) apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fucape Pesquisas, Ensino e Participações LTDA – FUCAPE RJ, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada em 11 de agosto de 2017.

COMISSÃO EXAMINADORA

Profº Dr. Aridelmo Jose Campanharo Teixeira

Profº Dr. Fernando Caio Galdi

Profº Dr. Jorge Vieira da Costa

Dedico este trabalho a meus pais, pelo amor incondicional de sempre. À minha querida esposa, pelo apoio e paciência nesta difícil etapa. A meus filhos Leonardo e Alexandre Júnior, fonte de inspiração, e também àquele a quem devo tudo, Jesus Cristo, pois sem Ele, nada do que foi feito se fez.

AGRADECIMENTOS

A Deus, sempre e sempre todo o louvor e adoração.

A meus pais, que me ensinaram o caminho da simplicidade.

A minha esposa Cristiane, pela parceria e pelo sorriso nas horas difíceis.

A meus filhos, Leonardo e Alexandre Júnior, que me inspiram a ir mais longe.

A meus amigos, que sempre me apoiaram neste projeto.

Aos colegas de turma do mestrado, inesquecíveis nessa caminhada.

Ao orientador, professor Dr. Fernando Caio Galdi, pela ajuda indispensável.

Aos professores do curso, pelo apoio e imensa ajuda, ensinando com zelo.

*“Como o crisol prova a prata, e o forno, o ouro,
assim, o homem é provado pelos louvores que
recebe.”*

(Provérbios: 27:21)

RESUMO

O CPC 46 Mensuração do Valor Justo requer a divulgação de ativos e passivos mensurados a valor justo em níveis, conforme a utilização dos *inputs* para sua mensuração. Em resumo: Nível 1 – cotações em mercado ativo; Nível 2 – utilização de *inputs* observáveis e Nível 3 – utilização de *inputs* não observáveis. Estas diferenças de mensuração decorrentes dos *inputs* utilizados geram aumento de subjetividade na medida do valor justo, de maneira que o mercado pode atribuir maior ou menor relevância à métrica em função da credibilidade que atribui à geração da informação. Neste sentido, motivado principalmente pela existência de segmentos de listagem na bolsa brasileira e pelo uso intenso de instrumentos financeiros pelo setor bancário, esta pesquisa investiga a existência de *value relevance* incremental para as informações de ativos e passivos a valor justo no período de 2010 a 2015, primeiro para o setor bancário e depois para empresas dos segmentos de listagem Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 de governança corporativa. Além disso, também investigamos a existência de *value relevance* para as empresas listadas na BM&FBOVESPA, independentemente do setor de atividade ou do segmento de listagem. Para tanto, utilizamos regressões de dados em painel em uma amostra composta por 250 empresas com ações listadas. Como resultado, restou evidenciado que: (i) há *value relevance* diferenciado para bancos, especificamente com relação ao Nível 3 de passivo a valor justo, (ii) há *value relevance* diferenciado para empresas com governança, para ativos e passivos Níveis 2 e 3 de valor justo, e (iii) os ativos e passivos a valor justo Níveis 1, 2 e 3 reportados pelas empresas listadas apresentam *value relevance*, independentemente do setor ou do segmento de listagem. Dessa forma, esta pesquisa contribui com os normatizadores contábeis e com a comunidade de investidores, demonstrando a importância da divulgação de informação a valor justo em seus diferentes níveis e a sua adequada evidenciação nas demonstrações financeiras, bem como evidencia a maior credibilidade atribuída pelo mercado a informações mais subjetivas de empresas com melhor governança.

Palavras-chave: *Value relevance*; valor justo; governança corporativa; instituições financeiras.

ABSTRACT

CPC 46 Measurement of fair value requires the disclosure of assets and liabilities measured at fair value by levels, according to the use of inputs for their measurement. In summary: Level 1 - quotes in active market; Level 2 - use of observable inputs and Level 3 - use of unobservable inputs. These measurement differences resulting from the inputs used increase the subjectivity over the fair value, so that the market may assign greater or lesser relevance to the metric due to the credibility it attributes to the generation of information. Thus, primarily motivated by the existence of listing segments in the Brazilian stock exchange and by the intense use of financial instruments by the banking industry, this research investigates the existence of incremental value relevance for assets and liabilities information measured at fair value in the period from 2010 to 2015, first for the banking sector and then for companies in the corporate governance segments Novo Mercado, Levels 1 and 2. In addition, it also investigates the existence of value relevance for companies listed in the BM&FBOVESPA, regardless their activity sector or listing segment. To do so, we have used panel data regressions in a sample comprised by 250 companies with shares listed in the BM&FBOVESPA. As a result, there is evidence that: (i) there is difference in the value relevance for banks for Level 3 of liabilities at fair value; (ii) there is difference in the value relevance for companies with corporate governance, for assets and liabilities Levels 2 and 3 and (iii) fair value assets and liabilities Levels 1, 2 and 3 reported by BM&FBOVESPA listed companies present value relevance, regardless their sector or the listing segment. Accordingly, this research contributes to the standards setters and the investor community, demonstrating the importance of the disclosure of information at fair value at different levels and its adequate disclosure in the financial statements, as well as evidence of the greater credibility attributed by the market to more subjective information from companies with better governance.

Keywords: Value relevance; fair value; corporate governance; banking industry.

LISTA DE SIGLAS

BDR – Brazilian Depositary Receipt

BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DFP – Demonstrações Financeiras Padronizadas

FAS – Financial Accounting Standards

FASB - Financial Accounting Standards Board

GAAP – General Accepted Accounting Principles

HME – Hipótese do Mercado Eficiente

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IFRS – International Financial Reporting Standards

ITR – Informações Trimestrais

N-CSR – Formulário – Certified Shareholder Report of Registered Management
Investment Companies

OCPC – Orientação Técnica do Comitê de Pronunciamentos Contábeis

ON – Ordinárias Nominativas

PN – Preferenciais Nominativas

SEC – Securities and Exchange Commission

SOX – Lei Sarbanes-Oxley

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	10
2 REFERENCIAL TEÓRICO	16
2.1 RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL.....	17
2.1.1 Aspectos conceituais	17
2.1.2 Value relevance	17
2.2 VALOR JUSTO	21
2.2.1 Aspectos conceituais	21
2.2.2 Níveis de apreçamento	24
2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	26
2.4 RESULTADOS ESPERADOS.....	30
2.4.1 Bancos e empresas com governança	30
2.4.2 Empresas em geral	30
3 METODOLOGIA	32
3.1 VISÃO GERAL	32
3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA.....	32
3.3 COLETA E PROCESSAMENTO DOS DADOS	34
4 RESULTADOS	38
4.1 VALUE RELEVANCE DA HIERARQUIA DE VALOR JUSTO DAS EMPRESAS LISTADAS.....	38
4.2 VALUE RELEVANCE DA INDÚSTRIA FINANCEIRA BANCÁRIA.....	42
4.3 VALUE RELEVANCE DE EMPRESAS COM GOVERNANÇA CORPORATIVA	46
5 CONCLUSÃO	51
REFERÊNCIAS	53

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

De acordo com o CPC 00 – Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro, um relatório contábil de propósito geral tem como principal objetivo fornecer aos investidores, credores por empréstimos e demais credores, informações úteis acerca da entidade que reporta, para que estes possam tomar decisões adequadas. Ainda, a utilidade de um relatório de propósito geral está associada a certas características, sendo que a relevância da informação, juntamente com a representação fidedigna, são apontadas como características qualitativas fundamentais da informação contábil-financeira útil.

Neste contexto, o Pronunciamento Técnico CPC 46 (Mensuração do Valor Justo) requer a divulgação de ativos e passivos mensurados a valor justo em níveis, conforme a utilização dos *inputs* para sua mensuração. Há situações em que os *inputs* necessários na mensuração são plenamente observáveis, enquanto há outras situações nas quais produtos sem cotação de mercado devem ser precificados e até mesmo alguns dos *inputs* necessários devem ser estimados.

Estas diferenças de mensuração decorrentes dos *inputs* utilizados geram potencial aumento na subjetividade na medida do valor justo, de maneira que o mercado pode atribuir maior ou menor relevância a esta base de mensuração em função da credibilidade que atribui à geração da informação. Neste sentido, esta pesquisa investiga a existência de *value relevance* incremental para as informações de ativos e passivos a valor justo.

Assim, o objetivo principal deste trabalho é o de investigar, através das relações estabelecidas no modelo proposto por Ohlson (1995), se as informações

contábeis relativas aos níveis de valor justo, reportadas pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA do setor bancário e também por aquelas com governança corporativa, possuem *value relevance* diferenciado, quando comparadas com as companhias listadas não bancárias e também com aquelas com menor nível de governança. Além disso, temos como objetivo secundário investigar se as informações contábeis dos níveis de valor justo das companhias listadas, independentemente do setor de atividade ou do grau de governança, apresentam *value relevance*.

Este trabalho tem como motivação o seguinte:

- a) Possibilidade de análise específica do setor bancário quanto à mensuração a valor justo, haja vista este setor, em geral, operar basicamente com instrumentos financeiros;
- b) Possibilidade de análise específica dos segmentos de listagem da BM&FBOVESPA, investigando-se possíveis diferenças da relevância de informação contábil para empresas com maior nível de governança; e
- c) Interesse no estudo da relevância da informação contábil a valor justo para empresas em geral, possibilitando a análise da associação estatística de dados contábeis com dados de mercado.

A verificabilidade da relevância de uma informação contábil, no contexto da “pesquisa positiva”, entendida como aquela preocupada em verificar como realmente as coisas são no mundo real (NYIAMA, 2014, p. 2) diz respeito à investigação de sua significância estatística em relação ao preço das respectivas ações, assim conhecida como *value relevance* (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001). Dessa forma, nos permitimos indagar se os valores de ativos e passivos a valor justo

divulgados pelas companhias brasileiras são úteis para explicar o valor de mercado das empresas, expresso através do preço de suas ações.

Considerando que (i) uma informação contábil é definida como sendo *value relevant* se estiver associada estatisticamente ao valor das ações no mercado (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001), (ii) a norma contábil CPC 46 Mensuração do Valor Justo exige a divulgação de ativos e passivos mensurados a valor justo classificados em três hierarquias de mensuração distintas, demonstrando-se assim o grau dos *inputs* utilizados na sua mensuração, e que (iii) o setor bancário possui em sua essência instrumentos financeiros em seus ativos e passivos (COSTA JÚNIOR, 2003), busca-se responder à primeira questão de pesquisa:

Q₁. Há diferenciação no *value relevance* das informações dos níveis de valor justo de ativos e passivos para empresas do setor bancário?

Outro ponto de investigação neste trabalho diz respeito à governança corporativa. Em função da existência de segmentos de listagem na BM&FBOVESPA, conforme práticas diferenciadas de governança, torna-se particularmente interessante investigar se as informações de ativos e passivos mensurados a valor justo dessas empresas são estatisticamente relevantes, em comparação com as demais, fornecendo assim informação importante para investidores e preparadores de suas demonstrações financeiras.

Pelo estudo das características dos segmentos de listagem e também tendo em vista a existência do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada - IGC, para fins desta pesquisa consideramos que os segmentos Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 possuem maior nível de governança corporativa que os demais, nos permitindo questionar se as informações sobre a hierarquia dos níveis de valor

justo divulgadas por essas empresas apresentam diferenciação, em termos de *value relevance*, às demais empresas não listadas naqueles segmentos.

Assim, sabendo-se que (i) a governança corporativa traz em si a busca da garantia da geração e a disponibilização de informações úteis e fidedignas (NASCIMENTO e REGINATO, 2008), (ii) que os segmentos de listagem prezam por rígidas regras de governança corporativa (BM&FBOVESPA) e considerando ainda (iii) que os segmentos de listagem da BM&FBOVESPA foram criados para possibilitar a redução de assimetria informacional (BM&FBOVESPA), dentre os quais se destacam, como nível de exigência em termos de práticas de governança os segmentos Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, temos a segunda questão de pesquisa:

Q₂. Há diferenciação no *value relevance* das informações dos níveis de valor justo de ativos e passivos para empresas com governança corporativa?

Finalmente, a fim de estudar de maneira mais abrangente a relevância das informações a valor justo de ativos e passivos, também investigamos se as informações dos níveis de valor justo das companhias brasileiras em geral apresentam *value relevance*, chegando-se à terceira questão de pesquisa:

Q₃. As informações dos níveis de valor justo de ativos e passivos, reportadas pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA, apresentam *value relevance*?

A título de exemplo, Song (2015) examinou empiricamente os efeitos da volatilidade sobre o *value relevance* de valores justos, também utilizando o Modelo de Ohlson (1995) em uma amostra de companhias do mercado financeiro americano, no período de 2008 a 2013.

Fé Júnior, Nakao e Ribeiro (2015) realizaram estudo de evento quando da primeira divulgação de balanços em IFRS de bancos brasileiros listados, sendo que

os resultados encontrados sugerem que a divulgação pelos bancos analisados trouxe informação *value relevance*, podendo assim ter melhorado a avaliação da percepção dos investidores em relação ao risco.

Como resultado deste trabalho, concluímos que, com relação aos níveis de valor justo:

- a) Há evidências estatísticas de que as empresas do setor bancário possuem *value relevance* diferenciado somente para o Nível 3 de valor justo;
- b) Há evidências estatísticas de que, para os níveis 2 e 3 de ativos e passivos a valor justo, as empresas com governança possuem *value relevance* diferenciado; e
- c) Há evidências estatísticas de que as informações dos níveis de valor justo de ativos e passivos das empresas listadas na BM&FBOVESPA se apresentam como *value relevance*, independentemente do setor de atividade ou do segmento de listagem.

Diante de evidências empíricas de que, do ponto de vista do investidor, este atribui maior custo de capital quando há informações menos confiáveis (Song; Thomas; Yi, 2010), pesquisas sobre a relevância das informações a valor justo em empresas brasileiras, principalmente aquelas com governança corporativa diferenciada, contribuem para o mercado na medida da importância do custo de capital para os investidores e também em função da incipiência do assunto no Brasil, haja vista o tema valor justo ter sido introduzido no mercado brasileiro às companhias abertas, de forma estruturada e concisa, quando da convergência da

contabilidade aos padrões internacionais, o que se deu de maneira obrigatória somente para os exercícios iniciados a partir de 1º de janeiro de 2010.

Além disso, tendo em vista que a adoção das normas internacionais de contabilidade no Brasil, através do CPC, trouxe a necessidade de divulgação de uma série informações adicionais, julgadas pelos *standard setters* (órgãos normatizadores) como relevantes¹, dentre as quais se destaca a necessidade de se informar e alocar ativos e passivos mensurados a valor justo em níveis, conforme os *inputs* utilizados para sua mensuração, os achados desta pesquisa podem também ser úteis aos órgãos reguladores, quanto à obrigatoriedade da manutenção ou da melhoria na divulgação de ativos e passivos; à academia e também aos preparadores das demonstrações financeiras, fornecendo pesquisa empírica sobre a relevância de informações contábeis a valor justo, específicas do setor bancário, do mercado em geral, e também inserindo, nesse contexto, a governança corporativa, oferecendo a possibilidade de reflexão sobre a responsabilidade dos impactos na mensuração adequada desses instrumentos a valor justo, possibilitando também a diminuição de assimetria de informações.

Esta pesquisa está estruturada em cinco capítulos. Além desta introdução, o capítulo dois apresenta o referencial teórico, abordando os conceitos de *value relevance*, valor justo, governança corporativa, além de citações de estudos realizados no Brasil e no exterior sobre o tema e os resultados esperados. No terceiro capítulo é descrita a metodologia utilizada. No quarto capítulo é descrita a análise dos resultados, e por fim, o capítulo cinco é destinado à conclusão e às considerações finais.

¹ Conforme o CPC 00 – Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro, informação contábil-financeira relevante é aquela capaz de fazer diferença nas decisões que possam ser tomadas pelos usuários.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O eixo teórico do presente estudo está baseado em três pilares, a saber: (i) relevância da informação contábil, materializado empiricamente no conceito de *value relevance*; (ii) valor justo e suas formas de mensuração, dada a variabilidade de *inputs* e (iii) governança corporativa, materializada na classificação das empresas entre os diferentes níveis de segmentos de listagem da BM&FBOVESPA.

Durante a pesquisa detectamos um número reduzido de trabalhos específicos sobre *value relevance* de informações a valor justo na literatura brasileira, sendo em sua maioria, quando efetuados, tratarem-se da relevância de informações contábeis em geral. Como exemplo, podemos citar o trabalho de Borba e Souza (2017), que pesquisaram sobre o *value relevance* do nível de *disclosure* das combinações de negócios e do *goodwill* de companhias abertas brasileiras; Angotti, Bispo e Macedo (2016), que pesquisaram sobre o poder preditivo e o *value relevance* das demonstrações do resultado abrangente, além do trabalho de Avelar et al. (2014), que pesquisaram sobre o *value relevance* da evidenciação de provisões e passivos contingentes. Também pudemos encontrar trabalhos como o de Callado, Machado e Martins (2015), que investigaram se as informações contábeis referentes a ativos financeiros mensurados a valor justo são relevantes e apresentam evidências de representação fidedigna, e o de Marques e Niyama, que investigaram se o *value relevance* da informação da hierarquia do valor justo nos Níveis 1 e 2 era superior àquele do Nível 3.

2.1 RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

2.1.1 Aspectos conceituais

Segundo o Pronunciamento CPC 00 (R1) Estrutura Conceitual, emitido pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC, o objetivo do relatório contábil-financeiro de propósito geral é a divulgação de informações que sejam úteis aos diversos usuários, onde o fornecimento de informações em si, também chamado de *disclosure*², é essencial para a tomada de decisão, pois mitiga o risco de decisões equivocadas pelos investidores e auxiliam a melhor alocação dos recursos dentre as opções disponíveis (BUSHMAN; SMITH, 2001).

Nesse sentido, Leuz e Verrecchia (2000) indicam que o aumento de *disclosure* reduz a possibilidade de informações assimétricas entre as firmas e seus acionistas ou entre potenciais compradores e vendedores de suas ações.

Também Cruz e Lima (2010) destacam a relevância do *disclosure* para o mercado de capitais, pois pode influenciar a percepção dos usuários quanto ao risco da empresa, e Hendriksen e Van Breda (2011, p.129) afirmam que estudos empíricos no contexto da HME apresentam evidências de que o mercado reage à divulgação de informação contábil.

2.1.2 Value relevance

Diferentemente da teoria contábil normativa, que busca determinar um ideal normativo ou “como as coisas devem ser”, a teoria contábil positiva está mais preocupada “como as coisas de fato são” no mundo real (NYIAMA, 2014, p. 2). Assim, a relevância da informação contábil, dentro de uma “pesquisa positiva”, diz

² O termo *disclosure* neste trabalho é tratado como sinônimo de divulgação de informações ou ainda de evidenciação.

respeito à sua significância estatística em relação ao preço das ações, assim conhecida como *value relevance* (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001).

De acordo com Holthausen e Watts (2001), os estudos sobre *value relevance* podem ser classificados em três categorias:

- (i) *Relative association study*, onde há a comparação entre a associação do valor de mercado das ações com informações contábeis em diferentes padrões contábeis, por exemplo. Geralmente compara-se o R^2 dos diferentes modelos de regressão, e o padrão que apresentar o maior R^2 é considerado como o mais relevante;
- (ii) *Incremental association studies*, onde é verificado se as informações contábeis quantitativas analisadas explicam os valores ou retornos de outras variáveis. Quando o coeficiente estimado da regressão é estatisticamente diferente de zero, o valor é considerado *value relevant*, e
- (iii) *Marginal information content studies*, que investigam se a informação contábil estudada reúne informações estatisticamente relevantes ao mercado. Dessa forma, entende-se ser *value relevant* quando as informações são divulgadas e estas impactam o preço das ações dessas empresas.

Ratificando essa ideia, Ebaid (2012) afirma que a informação contábil de uma entidade é relevante se ela produz reflexo no preço de sua ação.

Barth, Beaver e Landsman (1996) e Eccher, Ramesh e Thiagarajan (1996), motivados pela emissão do FAS 107 em 1991, investigaram o *value relevance* dos instrumentos financeiros registrados ou não no balanço, tendo como amostra instituições bancárias americanas. Os resultados encontrados indicaram que a

divulgação do valor justo de ativos e passivos fornece poder explicativo significativo sobre o preço das ações pesquisadas. Cabe observar que, neste caso, o FAS 107 exigia a divulgação das estimativas de valor justo para todos os instrumentos financeiros, reconhecidos no balanço ou não.

Nyama e Marques (2014), em amostra composta por empresas listadas no IBRX-50 da Bovespa, investigaram se o *value relevance* dos Níveis 1 e 2 de valor justo era superior ao *value relevance* do Nível 3, concluindo que tanto ativos e passivos não avaliados a valor justo e aqueles classificados nos Níveis 1 e 2 não possuem *value relevance*. Já os coeficientes estimados para ativos e passivos avaliados a valor justo Nível 3 indicaram possuir *value relevance*.

Song; Thomas e Yi (2010), motivados pela emissão do FAS 157 em 2006 e sobre uma amostra composta por 400 instituições bancárias americanas, buscaram identificar se havia *value relevance* para as informações dos instrumentos financeiros mensurados a valor justo níveis 1, 2 e 3, investigando também se o *value relevance* do valor justo dependia dos mecanismos de governança corporativa das firmas, escolhendo, para isso, as seguintes características, as quais, segundo aqueles autores, são consideradas como sendo boas práticas de governança corporativa: (i) independência do *board*; (ii) comitê de auditoria com experiência em finanças; (iii) frequência das reuniões do comitê de auditoria; (iv) percentual de ações mantido por investidores institucionais; (v) tamanho do escritório do auditor e (vi) fraqueza nos controles, conforme seções 302 e 404 da SOX.

Os resultados encontrados no estudo acima evidenciaram que os coeficientes estimados para os ativos e passivos não mensurados a valor justo e também aqueles mensurados a valor justo Níveis 1, 2 e 3 são diferentes de 0 (zero), indicando assim *value relevance*. Além disso, os autores concluíram que os

coeficientes estimados para os ativos mensurados a valor justo Níveis 1 e 2 não são diferentes de 1 (um), conforme as previsões teóricas. Já quanto ao Nível 3 de ativos mensurados a valor justo, seu coeficiente estimado foi significativamente menor do que 1 (um), sugerindo assim que os investidores colocam menor peso nestas informações, que, pela natureza de sua mensuração, são mais subjetivos e portanto potencialmente menos confiáveis. Com relação à governança corporativa, Song, Thomas e Yi (2010) concluíram que, de modo geral, as práticas selecionadas para a pesquisa impactam o valor da empresa, apresentando *value relevance*.

Outro trabalho verificado e que merece destaque é o de Lawrence, Siriviriyakul e Sloan (2016), que pesquisaram o *value relevance* com dados de ativos e passivos dos chamados *Closed-End Funds*³. Esses fundos, de acordo com informações obtidas no sítio eletrônico da SEC, possuem como característica (i) não oferecerem suas cotas à venda no mercado primário continuamente, vendendo um número fixo de ações de uma só vez, e após isso serem transacionados no mercado secundário; (ii) terem o preço de suas cotas determinados pelo mercado e (iii) não poderem ter suas cotas resgatadas pelo fundo. Em uma amostra que variou entre 680 e 710 fundos, foram obtidos os dados de investimentos (ativos) dos fundos classificados Níveis 1, 2 e 3 de valor justo, coletados diretamente do formulário N-CSR para os anos fiscais entre 2008 e 2013.

Diferentemente da pesquisa de Song, Thomas e Yi (2010), aqueles autores concluíram que o coeficiente estimado de *value relevance* do Nível 3 de valor justo é semelhante ao dos Níveis 1 e 2, sugerindo que os resultados em pesquisas anteriores são atribuídos a variáveis correlacionadas omitidas, além do viés que

³ Legalmente conhecido como “closed-end company”, um “closed-end fund” é um dos três tipos básicos de uma “investment company”. Os outros dois são os “mutual funds” e os “unit investments trusts” (UITs).

surge pela ausência de dados de valor justo para a maioria das observações, o que foi mitigado na pesquisa citada anteriormente, já que o setor de fundos mensura seus ativos e passivos a valor justo.

2.2 VALOR JUSTO

2.2.1 Aspectos conceituais

Segundo Hendriksen e Van Breda (2011, p.304), a mensuração contábil é o processo de atribuição de valores monetários a objetos ou eventos associados a uma empresa. Dessa forma, estes autores entendem que uma das funções que a contabilidade assume é a de relatar os fatos econômicos, entendendo, acompanhando e também antecipando a evolução de diversos conceitos.

O conceito de valor justo foi introduzido na literatura contábil americana pelo FASB (NEPOMUCENO, 2008). Este autor ressalta a declaração do presidente da SEC, que no início da década de 1990 já afirmava que o *fair value* deveria ser a única mensuração relevante, sugerindo que todas as instituições financeiras o adotassem. Coelho e Lins (2010, p. 24) enfatizam que seria natural que as argumentações contrárias ao registro pelo custo histórico ou custo de aquisição surgissem, inicialmente, na maior economia do mundo: os Estados Unidos.

No Brasil, a Lei 11.638/07 trouxe alterações ao artigo 183 da Lei 6.404/76 quanto aos critérios de avaliação de determinados ativos, introduzindo assim aspectos relativos ao valor justo, principalmente para quatro tipos de ativos: matérias-primas, bens e direitos destinados à venda, investimentos e instrumentos financeiros.

O Pronunciamento Técnico CPC 14 Instrumentos Financeiros: Reconhecimento, Mensuração e Evidenciação, emitido em 2008, conceituava o valor justo como o montante pelo qual um ativo poderia ser trocado, ou um passivo liquidado, entre partes independentes com conhecimento do negócio e interesse em realizá-lo, em uma transação em que não há favorecidos. Este Pronunciamento Técnico CPC 14 foi transformado na OCPC 03, que será extinta em 1º de janeiro de 2018.

Emitido ao final de 2012 e baseado na norma internacional IFRS 13, emitida em maio de 2011, o CPC 46 reuniu, em uma única norma, a estrutura conceitual de mensuração e a divulgação dessa mensuração pelo valor justo, promovendo um guia claro e consistente para a precificação a valor justo, além de aumentar a transparência da mensuração a valor justo, requerendo a divulgação de mais informações, principalmente quando da utilização de modelos.

O CPC 46 manteve a noção de troca contida no CPC 14, definindo valor justo como sendo o preço que seria recebido pela venda de um ativo ou pago pela transferência de um passivo, em uma transação ordenada entre participantes do mercado na data da mensuração.

Almeida e Barreto (2012, p.29) entendem que, apesar das definições guardarem os mesmos princípios, a versão anterior apresentava deficiências, citando as seguintes:

- a) Não especificava se a entidade estava comprando ou vendendo o ativo;
- b) Não havia clareza sobre o que era pretendido por liquidar um passivo, uma vez que não havia referência ao credor, mas apenas por partes dispostas e conhecedoras; e
- c) Não havia uma afirmação explícita se a troca ou a liquidação seria realizada na data da mensuração ou em qualquer outra.

No arcabouço normativo do CPC há diversas normas que se utilizam do conceito de valor justo, sendo que a norma do CPC que trouxe o conceito de valor justo tinha sua ênfase sobre instrumentos financeiros, e não há como falar de instrumentos financeiros sem falar de valor justo.

O CPC 38 Instrumentos Financeiros requer que os instrumentos derivativos, por exemplo, utilizem o valor justo como sua base de mensuração, seja para fins especulativos, de proteção, ou ainda se utilizada uma estrutura de contabilidade de *hedge* (*hedge accounting*).

Elencamos a seguir outros assuntos contábeis, não exaustivos, porém importantes, que também se utilizam do conceito de mensuração a valor justo:

- Teste de recuperabilidade ou de *impairment*, contido na norma CPC 01 Redução ao Valor Recuperável de Ativos;
- Cálculo do passivo atuarial em Planos de Benefícios Definidos, contido na norma CPC 33 Benefícios a empregados;
- Combinação de negócios – CPC 15;
- Propriedades para Investimentos – CPC 28;
- Operações de Arrendamento Mercantil – CPC 06; etc.

Não há consenso da superioridade do valor justo em relação ao custo histórico (DE MELO *et al.*, 2012), estando a escolha entre a relevância da informação ou sua objetividade no centro das discussões contábeis. Informações sobre ativos e passivos mensurados ao custo tendem a ser mais objetivas e verificáveis, no entanto carecem de relevância às necessidades dos usuários. Por outro lado, mensurações a valor justo, a depender dos *inputs*, podem ser menos

verificáveis, sujeitas, portanto, a maiores erros ou manipulação pela administração, mas ao mesmo tempo mais relevantes.

Há pesquisadores que se dividem entre a defesa e o apoio ao uso do valor justo como critério de mensuração (BARTH, 2006; PENG; BEWLEY, 2010), e críticas quanto a seu uso em função do excesso de estimativas, possibilitando a gestão do resultado (WATTS, 2003; HERBOHN, 2006).

Ainda com relação ao conceito valor justo, cabe ressaltar que se trata de uma mensuração baseada no mercado, não tendo como característica ou objetivo uma entidade específica. Apesar disso, para alguns ativos e passivos, pode ser que transações ou informações não estejam disponíveis no mercado, o que impõe a necessidade de divulgação de como foi feita a mensuração do valor justo, principalmente quando não há dados observáveis disponíveis, o que será abordado no tópico seguinte.

2.2.2 Níveis de apreçamento

As normas contábeis brasileiras aplicáveis às companhias abertas emitidas pelo CPC contêm diversos requisitos de divulgação que devem ser observados quando do preparo de demonstrações contábeis de propósito geral, entendidas como sendo aquelas cujo propósito reside no atendimento às necessidades informacionais dos usuários externos, que não se encontram em condições de requerer ou obter relatórios especificamente planejados às suas necessidades (CPC 26). Alguns destes requisitos dizem respeito às informações sobre ativos e passivos mensurados a valor justo.

Benedicto, Leite e Padoveze (2012, p. 233) enfatizam que a atribuição e a divulgação do valor justo para ativos ou passivos beneficiaria tanto investidores, que querem saber o valor da companhia, como os executivos, que necessitam conhecer sua condição financeira. Já Almeida e Barreto (2012) afirmam que a divulgação da hierarquia de valor justo aumenta a consistência e a comparabilidade das informações de ativos e passivos mensurados a valor justo.

Além do valor justo de ativos e passivos, o CPC 46 também exige a divulgação de como este valor justo foi obtido. São os chamados níveis de valor justo, que devem ser classificados ou hierarquizados em três níveis, conforme os *inputs* necessários à sua mensuração. O Nível 1 é aquele onde são utilizados preços cotados em mercado ativo para ativos e passivos idênticos, os quais a entidade pode acessar na data da mensuração. No Nível 2 são utilizados outros *inputs* que não os preços cotados, os quais podem ser observados no mercado, tais como preços de ativos ou passivos similares, taxas de juros, *spreads* de crédito, curvas de juros, etc. Já o Nível 3, o mais subjetivo de todos, é aquele onde são utilizados *inputs* não observáveis, tais como projeções de crescimento, projeções de moedas e taxas, elaboradas pela própria entidade.

Por serem utilizados dados não observáveis, estes aumentam a subjetividade e a possibilidade de mensuração inadequada. Por isso, a própria norma enfatiza que devem ser priorizados os Níveis 1 e 2, mas situações podem ocorrer em que os *inputs* não observáveis constituem-se na melhor informação disponível (CPC 46).

2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Segundo Lopes e Martins (2013, p. 30), na firma clássica dos primeiros estudos em economia não existiam problemas de informação, ou seja, todos os agentes envolvidos com a empresa tinham acesso ao mesmo conteúdo informacional. Além disso, por geralmente possuir um único gestor, que normalmente era seu principal acionista, essas firmas também não enfrentavam os chamados conflitos de interesse.

Entretanto, o surgimento mais recente das corporações modernas, com a propriedade separada de sua gestão, criou a possibilidade de conflitos entre acionistas e administradores e também, muitas vezes entre os próprios administradores de diferentes níveis. Como diferentes papéis são desempenhados quando do processo decisório das companhias, o problema da interdependência surge, dando origem aos conhecidos problemas ou custos de agência (FAMA, 1980).

Rossoni (2014, p. 86) afirma que o motivo mais conhecido para que sejam adotadas práticas de governança corporativa é que elas resolvem problemas entre o agente e o principal, entretanto, continua, “devemos ir além dessa perspectiva, entendendo que tais práticas devem ser tidas como socialmente desejáveis e válidas”.

A adoção de práticas transparentes contribui para o desenvolvimento de uma relação de confiança com o mercado, permitindo sua precificação a valores mais próximos do seu valor justo, contribuindo para a eficiência dos mercados e para a simetria da informação (BORGERTH, 2014). Ainda Borgerth afirma que “quando uma informação sobre determinada empresa não está disponível de forma

transparente, o mercado tenta estabelecer teorias sobre sua saúde econômico-financeira”.

Nascimento e Reginato (2008) entendem que usuários externos dependem das informações incorporadas nos relatórios publicados, que por sua vez dependem do sistema informacional interno, destacando também que as melhores práticas de governança corporativa, uma vez aplicadas, devem buscar garantir a geração e a disponibilização de informações úteis e fidedignas.

Os valores implícitos contidos na definição de governança corporativa estão materializados nos conhecidos códigos de boas práticas, como, por exemplo, o código do IBGC (2004).

Dentre as definições de governança corporativa, destaca-se aquela dada pelo IBGC (2004):

Governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas ou cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal.

O conceito de governança corporativa para Andrade e Rossetti (2004, p. 27) é diverso e abrangente, girando em torno de um sistema de valores que aborda o relacionamento entre as partes interessadas, propósitos estratégicos, estrutura de poder e práticas de gestão. Neste sentido, a criação, a partir de 2000, de segmentos de níveis de governança corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo, atual BM&FBOVESPA, permite aos participantes do mercado verificar quais são, dentre as empresas listadas, aquelas que possuem práticas diferenciadas de governança corporativa.

Segundo a BM&FBOVESPA, a premissa adotada na criação dos segmentos especiais de listagem é a de que a adoção de boas práticas de governança

corporativa é capaz de permitir a redução da percepção do risco por parte dos investidores, com a simetria informacional e os direitos e garantias adicionais podendo influenciar positivamente na valorização e na liquidez das ações.

Com aderência voluntária, estes segmentos de listagem requerem um maior volume de conteúdo informacional, além da adoção de práticas diferenciadas de governança, se diferenciando quanto ao compromisso da prestação de informações, que facilita o acompanhamento e a fiscalização dos atos da administração e dos controladores da companhia, além da adoção de regras societárias que melhor equilibram os direitos dos acionistas, independentemente da sua condição de controlador ou investidor (BM&FBOVESPA).

Os três principais segmentos de listagem, em ordem crescente de exigências de práticas, são o Nível 1, o Nível 2 e o Novo Mercado, apresentando as seguintes características:

Nível 1

- Adesão facultativa das regras da Câmara de Arbitragem para a resolução de conflitos societários
- Manutenção de percentual mínimo de 25% de ações em circulação;
- Divulgação de informações adicionais nas ITRs e DFPs;
- Regras de *disclosure* em operações envolvendo ativos da companhia e divulgação mensal das negociações com valores mobiliários realizados por controladores;
- Concessão de *tag along*⁴ de 80% para ações ON;
- Divulgação do Acordo de Acionistas, programas de *stock options* e termos dos contratos firmados com partes relacionadas;

⁴ No mercado de capitais, *tag along* significa dar aos acionistas minoritários os mesmos direitos ofertados aos acionistas controladores, no caso de venda ou transferência de controle.

- Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos e realização de ao menos uma reunião pública anual com analistas e investidores; e
- Obrigação de todos os administradores assinarem o termo de anuência da BM&FBOVESPA.

Nível 2 – Todas as exigências do Nível 1 e mais:

- Adesão obrigatória das regras da Câmara de Arbitragem para a resolução de conflitos societários;
- Conselho de Administração com no mínimo 5 membros, mínimo 20% de conselheiros independentes e mandato unificado de no máximo 2 anos;
- Oferta pública de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, em caso de fechamento do capital ou cancelamento do registro nível 2;
- Direito de voto aos preferencialistas nas seguintes matérias: transformação, incorporação, cisão, fusão e aprovação de contrato com as subsidiárias; e
- *Tag along* de 100% para ações ON e PN.

Novo Mercado – Todas as exigências dos Níveis 1 e 2 e mais:

- Emissão apenas de ações ordinárias e/ou conversão das ações preferenciais em ordinárias (proibição de ações preferenciais).

2.4 RESULTADOS ESPERADOS

2.4.1 Bancos e empresas com governança

Em função do Nível 1 de mensuração a valor justo utilizar cotação em mercado ativo, portanto sem a possibilidade de diferenças relevantes em sua mensuração, seja ela feita interna ou externamente à empresa, não esperamos diferenciação estatística para este nível de mensuração de ativos e passivos, tanto para bancos quanto para empresas com governança. Entretanto, para os Níveis 2 e 3 de mensuração a valor justo, dado que são mais subjetivos do que o Nível 1, esperamos diferenciação tanto para bancos quanto para empresas com governança.

O setor bancário possui em sua essência instrumentos financeiros em seus ativos e passivos (COSTA JÚNIOR, 2003), além da *expertise* e uso intensivo destes instrumentos. Quanto às empresas com governança, estas transmitem mais confiança ao mercado por estarem submetidas a um maior nível de *disclosure*, apresentando também práticas de gestão diferenciadas. Dessa forma, esperamos diferenciação no *value relevance* das informações de ativos e passivos a valor justo Níveis 2 e 3, portanto os mais subjetivos, tanto para bancos quanto para empresas com governança.

2.4.2 Empresas em geral

Em linha com trabalhos anteriores, os quais analisaram a associação entre o preço das ações e os diferentes níveis de valor justo na mensuração de ativos e passivos, esperamos encontrar *value relevance* para os Níveis de valor justo 1, 2 e 3. Pesquisas como as de Song, Thomas e Yi (2010) e Goh, Ng e Young (2009) apontaram para evidências da significância estatística de todos os níveis de valor

justo, sugerindo que, em média, os investidores têm a percepção de que os níveis de hierarquia de valor justo reportados pelas empresas são confiáveis, refletindo-se no valor da empresa quando apurado pelo mercado.

Capítulo 3

3. METODOLOGIA

3.1 VISÃO GERAL

De acordo com Barth, Beaver e Landsman (2001), a pesquisa de *value relevance* chamada de “associação incremental” verifica a associação entre as informações contábeis divulgadas e o preço das ações. Dessa forma, para se testar o *value relevance* das informações de ativos e passivos investigamos a associação entre estes e o preço das ações das empresas listadas da BM&FBOVESPA, conforme metodologia proposta por Song, Thomas e Yi (2010), que também utilizaram o modelo modificado de Ohlson (1995).

Em resumo investigamos, de maneira geral, a relevância da informação contábil de ativos e passivos a valor justo das companhias com ações listadas na BM&FBOVESPA, com recorte amostral em dados em painel, abrangendo seis anos, de 2010 a 2015.

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

Entre os meses de dezembro de 2016 a maio de 2017 foram coletadas e processadas as informações para este trabalho, ocasião em que a BM&FBOVESPA apresentava 382 empresas com ações listadas, distribuídas entre os seguintes segmentos de listagem, conforme a Tabela 1:

TABELA 1: DISTRIBUIÇÃO DAS AÇÕES LISTADAS POR SEGMENTO DE LISTAGEM

segmento	Quantidade de empresas
Novo Mercado	129
Nível 1	28
Nível 2	19
Bovespa Mais	12
Bovespa Mais 2	2
Tradicional	149
Outros	43
Total da população	382

Fonte: Economática, compilação feita pelo autor.

Sendo a população composta por empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA, foi fundamental, no âmbito desta pesquisa, que empresas com baixa quantidade de negócios fossem retiradas da base, evitando assim problemas com a representatividade do preço dessas ações. Delimitamos assim o tamanho da amostra, tendo sido excluídas as empresas que apresentaram, em média, menos de 500 negócios por ano, em mais da metade dos anos analisados (4 ou mais anos de 2010 a 2015), em um total de 88 empresas. Também foram excluídas da base as empresas contidas na Tabela 1 na categoria “Outros”, cuja composição corresponde às empresas estrangeiras emissoras de BDR e àquelas negociadas em Balcão Organizado. Além disso, também foi excluída da base a empresa Itaúsa Investimentos, que engloba o ItauUnibanco Holding, para evitar dupla contagem.

O total de empresas excluídas da base de dados foi de 132 empresas, restando, ao final, uma amostra composta de 250 empresas, distribuídas da seguinte forma:

TABELA 2: DISTRIBUIÇÃO DA AMOSTRA, POR SEGMENTO DE LISTAGEM

Segmento de listagem	População	Exclusão por número de negócios	BDR, balcão organizado e outros	Amostra final
Novo Mercado	129	(5)	-	124
Nível 1	28	(3)	(1)	24
Nível 2	19	(2)	-	17
Bovespa Mais	12	(9)	-	3
Bovespa Mais 2	2	(2)	-	-
Tradicional	149	(67)	-	82
Outros	43	-	(43)	-
Total da amostra	382	(88)	(44)	250

Fonte: Economática, compilação feita pelo autor.

3.3 COLETA E PROCESSAMENTO DOS DADOS

Os dados foram obtidos e processados da seguinte forma:

- Diretamente da plataforma Economática: nome, segmento de listagem, número de identificação (ID), Classe e Código da ação mais negociada (por empresa), ativos e passivos totais, resultado do período, patrimônio líquido, quantidade de ações, preço da ação ao final de cada ano analisado, setor econômico, subsetor e segmento;
- Diretamente do balanço das empresas: níveis de mensuração de ativos e passivos mensurados a valor justo; e
- O processamento foi feito na ferramenta econométrica STATA.

Para responder às questões-problema propostas neste estudo foi utilizado o mesmo modelo utilizado por Song, Thomas e Yi (2010) e Marques e Niyama (2014), utilizando-se para isso uma regressão de dados em painel com efeito fixo para *cross-section* e para tempo.

A equação 1 foi utilizada para investigar a terceira questão de pesquisa, qual seja, a relação entre as informações de ativos e passivos mensurados a valor justo Níveis 1, 2 e 3 e os preços das respectivas ações, independentemente do setor ou do segmento de listagem:

EQUAÇÃO 1:

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 ANVJ_{it} + \beta_2 AFVJN1_{it} + \beta_3 AFVJN2_{it} + \beta_4 AFVJN3_{it} + \beta_5 PNVJ_{it} + \beta_6 PFVJN1_{it} + \beta_7 PFVJN2_{it} + \beta_8 PFVJN3_{it} + \beta_9 RESULT_{it} + \varepsilon$$

Onde:

P_{it} = Variável dependente, representada pelo preço da ação de cada empresa (i) ao final do ano investigado (t);

β_0 = intercepto;

$ANVJ$ = Ativos não mensurados a valor justo, dividido pela quantidade de ações da empresa i no tempo t

$AFVJN1_{it}$ = Ativos mensurados a valor justo nível 1, dividido pela quantidade de ações da empresa i no tempo t

$AFVJN2_{it}$ = Ativos mensurados a valor justo nível 2, dividido pela quantidade de ações da empresa i no tempo t

$AFVJN3_{it}$ = Ativos mensurados a valor justo nível 3, dividido pela quantidade de ações da empresa i no tempo t

$PNVJ_{it}$ = Passivos não mensurados a valor justo, dividido pela quantidade de ações da empresa i no tempo t

$PFVJN1_{it}$ = Passivos mensurados a valor justo nível 1, dividido pela quantidade de ações da empresa i no tempo t

$PFVJN2_{it}$ = Passivos mensurados a valor justo nível 2, dividido pela quantidade de ações da empresa i no tempo t

P_{it} = Passivos mensurados a valor justo nível 3, dividido pela quantidade de ações da empresa i no tempo t

$RESULT_{it}$ = Resultado do período, dividido pela quantidade de ações da empresa i no tempo t

ε = Erro aleatório

Para que fosse avaliada a primeira questão de pesquisa deste trabalho, que diz respeito especificamente à indústria bancária, foi necessária a segregação por setor econômico (indústria), sendo que buscamos os bancos listados dentro das 250 companhias da amostra. Utilizamos para isso uma regressão de dados em painel, introduzindo uma variável *dummy* para controlar as empresas financeiras (bancos), conforme a seguinte equação:

EQUAÇÃO 2:

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 ANVJ_{it} + \beta_2 AFVJN1_{it} + \beta_3 AFVJN1_{it} \times DBANCO + \beta_4 AFVJN2_{it} + \beta_5 AFVJN2_{it} \times DBANCO + \beta_6 AFVJN3_{it} + \beta_7 AFVJN3_{it} \times DBANCO + \beta_8 PNVJ_{it} + \beta_9 PFVJN1_{it} + \beta_{10} PFVJN1_{it} \times DBANCO + \beta_{11} PFVJN2_{it} + \beta_{12} PFVJN2_{it} \times DBANCO + \beta_{13} PFVJN3_{it} + \beta_{14} PFVJN3_{it} \times DBANCO + \beta_{15} RESULT_{it} + \varepsilon$$

Onde:

P_{it} , $ANVJ$, $AFVJN1_{it}$, $AFVJN2_{it}$, $AFVJN3_{it}$, $PNVJ_{it}$, $PFVJN1_{it}$, $PFVJN2_{it}$, $PFVJN3_{it}$, $RESULT_{it}$ e ε , conforme definidos anteriormente, e:

$DBANCO$ = Variável *dummy* de controle para empresas do segmento bancário

Finalmente, para que fosse avaliada a segunda questão de pesquisa, que diz respeito especificamente às empresas com governança corporativa, também foi necessária a divisão da amostra em dois grupos: (i) empresas listadas nos segmentos Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 e (ii) empresas listadas nos segmentos

Bovespa Mais, Bovespa Mais2 e Tradicional, cujo conjunto chamamos nesta pesquisa de “Tradicional”, conforme demonstrado na Tabela 3 a seguir:

TABELA 3: DISTRIBUIÇÃO DA AMOSTRA AGRUPADA

Segmento	Quantidade
Novo Mercado/Nível 2/Nível 1	165
Tradicional	85
Total da amostra	250

Fonte: Económica, compilação feita pelo autor.

Novamente utilizamos uma regressão de dados em painel, introduzindo uma variável *dummy* para controlar as empresas com governança corporativa, cuja equação foi a seguinte:

EQUAÇÃO 3:

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 ANVJ_{it} + \beta_2 AFVJN1_{it} + \beta_3 AFVJN1_{it} \times DGOV + \beta_4 AFVJN2_{it} + \beta_5 AFVJN2_{it} \times DGOV + \beta_6 AFVJN3_{it} + \beta_7 AFVJN3_{it} \times DGOV + \beta_8 PNVJ_{it} + \beta_9 PFVJN1_{it} + \beta_{10} PFVJN1_{it} \times DGOV + \beta_{11} PFVJN2_{it} + \beta_{12} PFVJN2_{it} \times DGOV + \beta_{13} PFVJN3_{it} + \beta_{14} PFVJN3_{it} \times DGOV + \beta_{15} RESULT_{it} + \varepsilon$$

Onde:

P_{it} , $ANVJ$, $AFVJN1_{it}$, $AFVJN2_{it}$, $AFVJN3_{it}$, $PNVJ_{it}$, $PFVJN1_{it}$, $PFVJN2_{it}$, $PFVJN3_{it}$, $RESULT_{it}$ e ε , conforme definidos anteriormente, e:

$DGOV$ = Variável *dummy* de controle para empresas com governança corporativa

Capítulo 4

4. RESULTADOS

4.1 VALUE RELEVANCE DA HIERARQUIA DE VALOR JUSTO DAS EMPRESAS LISTADAS

Para investigar o *value relevance* das empresas listadas na BM&FBOVESPA, estimamos a associação entre o preço das ações e o valor contábil de ativos e passivos, separando aqueles mensurados a valor justo, objeto desta pesquisa, daqueles não mensurados a valor justo.

Em primeiro lugar, destacamos a pequena proporção de ativos e passivos mensurados a valor justo nas empresas da amostra, conforme demonstrado na Tabela 4, característica também presente na amostra do estudo brasileiro de Marques e Nyiama (2014) e também no trabalho de Song, Thomas e Yi (2010).

Observamos também que ao longo dos anos objeto da pesquisa (2010-2015), houve um crescimento do número de empresas que mensurou e divulgou seus ativos e passivos a valor justo. Como o CPC 46 se tornou obrigatório para as empresas listadas somente a partir do exercício de 2013, sendo esta a norma que concentrou e estruturou o conceito de mensuração a valor justo e sua divulgação, entendemos que este crescimento vem deste fato.

A Tabela 4 apresenta os totais dos valores de ativos e passivos mensurados e não mensurados a valor justo, por ano, de todas as empresas da amostra.

TABELA 4: TOTAL DOS ATIVOS E PASSIVOS A VALOR JUSTO E NÃO VALOR JUSTO POR ANO – EM R\$ BILHÕES E %

Painel A – em R\$ bilhões						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ativos						
Não valor justo	4.489,32	5.244,01	5.988,62	6.400,04	7.126,36	7.678,06
Valor justo	256,19	302,26	350,31	459,72	458,46	503,52
Nível 1	166,73	179,74	190,99	245,83	236,76	226,86
Nível 2	82,64	117,91	137,65	189,25	188,25	252,47
Nível 3	6,82	4,61	21,67	24,64	33,45	24,25
Total de ativos	4.745,51	5.546,27	6.388,93	6.901,69	7.584,82	8.181,64
Passivos						
Não valor justo	3.524,13	4.127,55	4.818,87	5.283,13	5.921,40	6.477,42
Valor justo	29,01	48,39	74,54	90,45	150,97	234,68
Nível 1	3,25	3,96	18,05	31,24	36,51	40,34
Nível 2	23,43	41,83	53,17	55,02	109,71	186,20
Nível 3	2,33	2,60	3,32	4,19	4,75	8,14
Total de passivos	3.553,14	4.175,94	4.893,41	5.373,58	6.072,37	6.712,10
Painel B – em %						
Ativos						
Não valor justo	94,60	94,55	94,47	93,30	93,60	93,85
Valor justo	5,40	5,45	5,53	6,70	6,01	6,15
Nível 1	3,52	3,24	3,02	3,58	3,10	2,76
Nível 2	1,74	2,13	2,17	2,76	2,47	3,09
Nível 3	0,14	0,08	0,34	0,36	0,44	0,30
Total de ativos	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Passivos						
Não valor justo	99,18	98,84	98,48	98,32	97,51	96,52
Valor justo	0,82	1,16	1,52	1,68	2,49	3,50
Nível 1	0,09	0,09	0,36	0,58	0,60	0,61
Nível 2	0,66	1,01	1,09	1,02	1,81	2,77
Nível 3	0,07	0,06	0,07	0,08	0,08	0,12
Total de passivos	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Fonte: Compilação feita pelo autor.

Número de observações – 1.408.

Níveis 1, 2 e 3 – mensuração do valor justo utilizando-se (i) cotação em mercado ativo, (ii) maioria de dados observáveis e (iii) maioria de dados não observáveis, respectivamente.

Não valor justo – ativos e passivos não mensurados ao valor justo.

Na Tabela 5 a seguir demonstramos a estatística descritiva dos dados da amostra:

TABELA 5: ESTATÍSTICA DESCRITIVA – EM R\$ BILHÕES, EXCETO Nº DE OBSERVAÇÕES, EM VALORES ABSOLUTOS

	Média	Mediana	Desvio padrão	10º percentil	90º percentil
Ativos					
Não valor justo	26,20	2,92	126,00	0,25	25,90
Valor justo					
Nível 1	0,88	0,00	7,44	0,00	0,66
Nível 2	0,60	0,00	3,93	0,00	1,15
Nível 3	0,08	0,00	0,48	0,00	0,00
Passivos					
Não valor justo	21,40	1,59	117,00	0,14	16,40
Valor justo					
Nível 1	0,09	0,00	1,05	0,00	0,00
Nível 2	0,33	0,00	1,72	0,00	0,52
Nível 3	0,02	0,00	0,21	0,00	0,01

Fonte: Compilação feita pelo autor

Número de observações – 1.408.

Níveis 1, 2 e 3 – mensuração do valor justo utilizando-se (i) cotação em mercado ativo, (ii) maioria de dados observáveis e (iii) maioria de dados não observáveis, respectivamente.

Não valor justo – ativos e passivos não mensurados ao valor justo.

Através da leitura das Tabelas 4 e 5, verifica-se que o valor de ativos e passivos não mensurados a valor justo é muito maior do que aqueles mensurados a valor justo. Destaca-se também que, dentre a hierarquia dos ativos a valor justo no período de tempo estudado, o Nível 1 é, em média, o mais utilizado, e dentre os passivos, o Nível 2 é o mais utilizado. Já o Nível 3 de valor justo, tanto de ativos quanto de passivos é o menos utilizado. Esta constatação sobre as empresas brasileiras está em linha com os achados no estudo brasileiro de Marques e Niyama (2014).

A seguir, na Tabela 6, são apresentados os resultados da regressão da Equação 1 (terceira questão de pesquisa), cujo objetivo foi o de analisar se há *value relevance* nas informações de ativos e passivos mensurados a valor justo Níveis 1, 2 e 3 divulgadas pelas empresas com ações listadas na BM&FBOVESPA.

**TABELA 6: RESULTADO DA REGRESSÃO DOS DADOS EM PAINEL
COM EFEITO FIXO**

Variável dependente: Preço da ação				
Variáveis independentes	Sinal do coeficiente esperado	Coeficiente estimado	Erro padrão	p-valor
ANVJ	Positivo	2,2889***	0,0536176	0,000
AFVJN1	Positivo	2,7845***	0,5881590	0,000
AFVJN2	Positivo	1,5405***	0,4179826	0,000
AFVJN3	Positivo	2,1274***	0,4943467	0,000
PNVJ	Negativo	-3,1015***	0,1031607	0,000
PFVJN1	Negativo	-4,0122***	1,3378210	0,003
PFVJN2	Negativo	-2,3987***	0,3324500	0,000
PFVJN3	Negativo	-37,400***	3,6927750	0,000
RESULT	-	0,0048	0,1228200	0,968
CONST.	-	19,697540	3,3050190	-

Fonte: Compilação feita pelo autor.

*** Indica significância estatística de 0,01

Número de observações - 1.398

$R^2 = 0,4455$

A equação 1, conforme definido na página 36, foi estimada considerando-se efeito fixo de empresa e ano, e erro padrão robusto

Analisando-se os resultados acima, verifica-se que os coeficientes estimados para todos os ativos e passivos a valor justo Níveis 1, 2 e 3 se mostram significativos, indicando haver *value relevance* e alinhamento dos sinais esperados com os obtidos com a estimação. Estes resultados indicam que os valores reportados de ativos e passivos, segregados por valor justo e não valor justo, se apresentam como informações estatisticamente relevantes em relação ao preço da ação, guardando relação entre eles. Estes resultados estão em linha com os resultados esperados.

Destaca-se que, em termos de pesquisa empírica, torna-se relevante e particularmente importante para investidores, preparadores de demonstrações contábeis e também para o regulador do mercado de capitais o entendimento de que os valores divulgados pelas empresas guardam relação estatística com o preço de suas ações.

4.2 VALUE RELEVANCE DA INDÚSTRIA FINANCEIRA BANCÁRIA

A primeira questão-problema desta pesquisa diz respeito à investigação se o *value relevance* das informações de ativos e passivos a valor justo da indústria financeira bancária se diferencia daquele das demais empresas não pertencentes a esta indústria.

Foram identificados na população 24 bancos listados, mas após a delimitação da amostra, conforme os critérios descritos no item 3.2, esta contou com 17 bancos. As empresas financeiras bancárias eliminadas da amostra foram as seguintes: (i) Alfa Holding, (ii) Banpará, (iii) BRB Banco, (iv) Btgp Banco, (v) Mercantil Financeira, (vi) Banco do Nordeste do Brasil e (vii) Itausa Investimentos.

As empresas da indústria bancária consideradas na amostra foram as seguintes:

TABELA 7: EMPRESAS LISTADAS – INDÚSTRIA BANCÁRIA

Nome	Código CVM	Segmento de listagem
Banco ABC Brasil S/A	2095	Nível 2
Banco Alfa de Investimento S/A	138	Tradicional
Banco da Amazônia S/A	92	Tradicional
Banco Pan S/A	2119	Nível 1
Banco do Estado de Sergipe S/A	112	Tradicional
Banco do Estado do Espírito Santo S/A	115	Tradicional
Banco do Estado do Rio Grande do Sul S/A	121	Nível 1
Banco Bradesco S/A	90	Nível 1
Banco do Brasil S/A	102	Novo Mercado
Banco Daycoval S/A	2079	Tradicional
Banco Indusval S/A	2088	Nível 2
Itau Unibanco Holding S/A	1934	Nível 1
Banco Mercantil Brasil S/A	132	Tradicional
Banco Mercantil de Investimentos S/A	130	Tradicional
Paraná Banco S/A	2072	Nível 1
Banco Pine S/A	2056	Nível 2
Banco Santander Brasil S/A	2053	Tradicional

Fonte: Compilação feita pelo autor.

A Tabela 8 a seguir apresenta os valores de ativos e passivos a valor justo e não valor justo somente da indústria bancária, totalizados por ano, permitindo-se assim analisar sua proporção em comparação aos ativos e passivos totais.

TABELA 8: TOTAL DE ATIVOS E PASSIVOS A VALOR JUSTO E NÃO VALOR JUSTO DA INDÚSTRIA BANCÁRIA POR ANO – EM R\$ BILHÕES E %

Painel A – em R\$ bilhões						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ativos						
Não valor justo	2.579,21	2.995,69	3.478,24	3.713,84	4.211,44	4.416,81
Valor justo	131,98	159,25	176,91	273,20	262,20	256,39
Nível 1	101,99	111,56	118,45	174,28	173,93	153,66
Nível 2	28,88	46,85	57,66	97,47	86,74	101,08
Nível 3	1,11	0,84	0,80	1,44	1,53	1,65
Total de ativos	2.711,19	3.154,94	3.655,15	3.987,03	4.473,64	4.673,20
Passivos						
Não valor justo	2.464,53	2.879,99	3.351,47	3.656,94	4.097,13	4.255,70
Valor justo	8,65	7,86	8,58	25,77	41,01	65,19
Nível 1	2,16	2,80	0,05	12,60	20,15	21,47
Nível 2	6,34	5,06	8,53	13,16	20,87	43,72
Nível 3	0,15	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total de passivos	2.473,18	2.887,85	3.360,05	3.682,71	4.138,14	4.320,89
Painel B – em %						
Ativos						
Não valor justo	95,13	94,95	95,16	93,15	94,14	94,51
Valor justo	4,87	5,05	5,61	6,85	5,86	5,73
Nível 1	3,76	3,54	3,75	4,37	3,89	3,43
Nível 2	1,07	1,48	1,83	2,44	1,94	2,26
Nível 3	0,04	0,03	0,03	0,04	0,03	0,04
Total de ativos	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Passivos						
Não valor justo	99,65	99,73	99,74	99,30	99,01	98,49
Valor justo	0,35	0,27	0,26	0,70	0,99	1,51
Nível 1	0,09	0,10	0,00	0,34	0,49	0,50
Nível 2	0,26	0,18	0,25	0,36	0,50	1,01
Nível 3	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total de passivos	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Fonte: Compilação feita pelo autor.

Número de observações - 102.

Níveis 1, 2 e 3 – mensuração do valor justo utilizando-se (i) cotação em mercado ativo, (ii) maioria de dados observáveis e (iii) maioria de dados não observáveis, respectivamente.

Não valor justo – ativos e passivos não mensurados ao valor justo.

A fim de se verificar se as médias dos valores distribuídos por níveis de valor justo utilizados pelas instituições financeiras (bancos) e as não financeiras são diferentes estatisticamente, procedemos a um teste de médias, conforme demonstrado na Tabela 9 a seguir, concluindo que são

diferentes para ativos a valor justo Níveis 1 e 3 (10% e 1% respectivamente) e também para passivos a valor justo Nível 3 (1%).

TABELA 9: DIFERENÇA DE MÉDIAS DA UTILIZAÇÃO DOS NÍVEIS DE VALOR JUSTO ENTRE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS (BANCOS) E NÃO FINANCEIRAS, EM %

	Valor justo nível 1	Valor justo nível 2	Valor justo nível 3
Ativo			
Bancos	3,96%	4,71%	0,02%
Não bancos	2,31%	4,18%	0,76%
Diferença	1,65%*	0,53%	-0,74%***
P-valor	0,0551	0,7388	0,0000
Passivo			
Bancos	0,29%	4,29%	0,00%
Não bancos	0,52%	3,16%	0,29%
Diferença	-0,23%	1,13%	-0,29%***
P-valor	0,2472	0,5219	0,000

Na Tabela 10 demonstramos a estatística descritiva dos dados especificamente da indústria bancária:

TABELA 10: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DA INDÚSTRIA BANCÁRIA – EM R\$ BILHÕES, EXCETO Nº DE OBSERVAÇÕES, EM VALORES ABSOLUTOS

	Média	Mediana	Desvio padrão	10º percentil	90º percentil
Ativos					
Não valor justo	209,76	12,94	386,00	2,58	908,14
Valor justo					
Nível 1	8,17	0,00	26,10	0,00	3,58
Nível 2	4,10	0,00	13,20	0,00	6,85
Nível 3	0,72	0,00	0,27	0,00	0,00
Passivos					
Não valor justo	203,00	11,67	378,00	1,22	915,60
Valor justo					
Nível 1	0,58	0,00	2,99	0,00	0,05
Nível 2	0,96	0,00	3,13	0,00	3,00
Nível 3	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00

Fonte: Compilação feita pelo autor.

Número de observações - 102.

Níveis 1, 2 e 3 – mensuração do valor justo utilizando-se (i) cotação em mercado ativo, (ii) maioria de dados observáveis e (iii) maioria de dados não observáveis, respectivamente.

Não valor justo – ativos e passivos não mensurados ao valor justo.

Verifica-se que, mesmo na indústria bancária, prevalece o uso de ativos e passivos não mensurados ao valor justo. Entretanto, quando da

mensuração a valor justo, há a prevalência, em média, dos Níveis 1 e 2, tanto para ativos quanto para passivos.

Na Tabela 11 são apresentados os resultados da regressão da Equação 2 (utilizada na primeira questão de pesquisa), cujo objetivo foi o de investigar se há *value relevance* diferenciado para as empresas da indústria bancária, e os resultados são os seguintes:

TABELA 11: RESULTADO DA REGRESSÃO DOS DADOS EM PAINEL COM EFEITO FIXO – COM *DUMMY* DE INDÚSTRIA BANCÁRIA

Variável dependente: Preço da ação				
Variáveis independentes	Sinal do coeficiente esperado	Coeficiente estimados	Erro padrão	p-valor
ANVJ	Positivo	2,3377***	0,529433	0,000
AVJ1	Positivo	3,3417**	1,333457	0,013
AVJ1 x DBANCO	Positivo	-0,4004	1,359634	0,769
AVJ2	Positivo	2,9038**	1,448109	0,046
AVJ2 x DBANCO	Positivo	0,7587	0,864239	0,381
AVJ3	Positivo	2,1424***	0,521061	0,000
AVJ3 x DBANCO	Positivo	10,4510	22,17533	0,638
PNVJ	Negativo	-3,2948***	0,809834	0,000
PVJ1	Negativo	-3,4369**	1,596154	0,032
PVJ1 x DBANCO	Negativo	3,3928	5,298672	0,523
PVJ2	Negativo	-1,8496*	1,017648	0,070
PVJ2 x DBANCO	Negativo	-2,9687	1,855228	0,111
PVJ3	Negativo	-37,702**	16,52989	0,023
PVJ3 x DBANCO	Negativo	-2.297,923*	1.282,55	0,074
LUCRO	-	0,0812	0,418065	0,846
Constante		21,434	12,19783	0,080

Fonte: Compilação feita pelo autor.

Número de observações - 1.398

$R^2 = 0,4299$

*, **, *** Indica significância estatística de 0,10, 0,05 e 0,01, respectivamente.

A equação 2, conforme definido na página 37, foi estimada considerando-se efeito fixo de empresa e ano e erro padrão robusto.

Analisando-se os resultados acima, especialmente o p-valor, verifica-se que há diferenciação estatística, para a indústria bancária, apenas em relação ao passivo a valor justo Nível 3, com um nível de relevância menor, a 10%, e com um coeficiente maior, evidenciando-se que

para bancos, passivos a valor justo nível 3 continuam com significância estatística, porém com uma menor associação com o valor de mercado.

Estes resultados não eram esperados, haja vista entendermos que a *expertise* da indústria financeira em modelagens e precificação de instrumentos financeiros poderia ser refletida na relevância da informação de ativos e passivos a valor justo para os Níveis 2 e 3. Entretanto, destaca-se o pequeno número de bancos listados e de observações (17 e 102, respectivamente) e também o pouco uso do Nível 3 de passivos a valor justo nos bancos brasileiros.

Assim, em resposta à primeira questão de pesquisa, constatamos haver diferenciação estatística para bancos somente em relação ao Nível 3 de mensuração ao valor justo, quando analisados em conjunto com as demais indústrias.

4.3 VALUE RELEVANCE DE EMPRESAS COM GOVERNANÇA CORPORATIVA

A segunda questão-problema diz respeito à investigação se há diferenciação estatística para as informações de ativos e passivos a valor justo das empresas com governança corporativa em relação às demais.

As empresas consideradas com governança corporativa nesta pesquisa são aquelas listadas nos segmentos da BM&FBOVESPA Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, perfazendo 165 empresas, cuja distribuição por segmento de listagem está demonstrada na Tabela 3.

A Tabela 12 a seguir apresenta o total, por ano, dos valores de ativos e passivos a valor justo e não valor justo das empresas com

governança corporativa da amostra, permitindo-se assim analisar sua proporção em comparação aos ativos e passivos totais.

TABELA 12: TOTAL DE ATIVOS E PASSIVOS A VALOR JUSTO E NÃO VALOR JUSTO DAS EMPRESAS COM GOVERNANÇA CORPORATIVA POR ANO – EM R\$ BILHÕES E %

Painel A – em R\$ bilhões						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ativos						
Não valor justo	3.365,41	3.923,43	4.451,65	4.886,41	5.509,05	5.790,82
Valor justo	210,19	264,05	313,39	354,78	281,75	341,10
Nível 1	130,91	153,42	163,90	167,07	108,68	129,51
Nível 2	72,92	106,62	129,53	165,94	145,89	194,66
Nível 3	6,35	4,00	19,96	21,77	27,19	16,94
Total de ativos	3.575,60	4.187,48	4.855,04	5.241,19	5.790,80	6.131,92
Passivos						
Não valor justo	2.806,42	3.282,00	3.869,44	4.228,43	4.676,22	4.987,91
Valor justo	21,83	40,04	64,57	65,87	98,93	146,60
Nível 1	2,31	2,93	17,37	17,96	15,52	18,27
Nível 2	17,19	34,70	46,02	46,25	82,38	126,12
Nível 3	2,33	2,41	1,18	1,66	1,03	2,21
Total de passivos	2.828,25	3.322,04	3.934,01	4.294,30	4.775,15	5.134,51
Painel B – em %						
Ativos						
Não valor justo	94,12	93,69	93,55	93,23	95,13	94,44
Valor justo	5,88	6,31	6,45	6,77	4,87	5,56
Nível 1	3,66	3,66	3,38	3,19	1,88	2,11
Nível 2	2,04	2,55	2,66	3,16	2,52	3,17
Nível 3	0,18	0,10	0,41	0,42	0,47	0,28
Total de ativos	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Passivos						
Não valor justo	99,23	98,79	98,36	98,47	97,93	97,14
Valor justo	0,77	1,21	1,64	1,53	2,07	2,86
Nível 1	0,08	0,10	0,44	0,41	0,32	0,36
Nível 2	0,61	1,04	1,17	1,08	1,73	2,46
Nível 3	0,08	0,07	0,03	0,04	0,02	0,04
Total de passivos	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Fonte: Compilação feita pelo autor.

Número de observações - 926.

Níveis 1, 2 e 3 – mensuração do valor justo utilizando-se (i) cotação em mercado ativo, (ii) maioria de dados observáveis e (iii) maioria de dados não observáveis, respectivamente.

Não valor justo – ativos e passivos não mensurados ao valor justo.

Na Tabela 13 demonstramos a estatística descritiva dos dados especificamente das empresas com governança corporativa.

TABELA 13: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS EMPRESAS COM GOVERNANÇA CORPORATIVA – EM R\$ BILHÕES, EXCETO Nº DE OBSERVAÇÕES, EM VALORES ABSOLUTOS

	Média	Mediana	Desvio padrão	10º percentil	90º percentil
Ativos					
Não valor justo	30,25	4,09	141,00	0,73	28,15
Valor justo					
Nível 1	0,92	0,00	7,59	0,00	0,93
Nível 2	0,88	0,00	4,57	0,00	1,68
Nível 3	0,10	0,00	0,57	0,00	0,00
Passivos					
Não valor justo	25,77	2,43	136,00	0,27	18,64
Valor justo					
Nível 1	0,08	0,00	0,83	0,00	0,00
Nível 2	0,58	0,00	1,86	0,00	0,59
Nível 3	0,01	0,00	0,09	0,00	0,00

Fonte: Compilação feita pelo autor

Número de observações - 926.

Níveis 1, 2 e 3 – mensuração do valor justo utilizando-se (i) cotação em mercado ativo, (ii) maioria de dados observáveis e (iii) maioria de dados não observáveis, respectivamente.

Não valor justo – ativos e passivos não mensurados ao valor justo.

Verifica-se que, dentre os níveis de valor justo, os Níveis 1 e 2 de ativos e o Nível 2 de passivos são, em média, os mais utilizados.

Na Tabela 14 são apresentados os resultados da regressão da Equação 3 (segunda questão de pesquisa), cujo objetivo foi o de analisar se os coeficientes estimados apresentam diferença estatística quando as empresas possuem governança corporativa ou não.

**TABELA 14: RESULTADO DA REGRESSÃO DOS DADOS EM PAINEL
COM EFEITO FIXO – COM *DUMMY* DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**

Variável dependente: Preço da ação

Variáveis independentes	Sinal do coeficiente esperado	Coeficiente estimado	Erro padrão	p-valor
ANVJ	Positivo	2,3354***	0,533340	0,000
AVJ1	Positivo	8,9358**	4,400375	0,043
AVJ1 x DGOV	Positivo	-5,3351	3,887796	0,171
AVJ2	Positivo	0,40279	0,957889	0,674
AVJ2 x DGOV	Positivo	3,1329**	1,569903	0,047
AVJ3	Positivo	-35,354**	17,00669	0,039
AVJ3 x DGOV	Positivo	37,504**	17,14964	0,030
PNVJ	Negativo	-3,2233***	0,773458	0,000
PVJ1	Negativo	-28,358**	13,93937	0,043
PVJ1 x DGOV	Negativo	24,894*	13,34643	0,064
PVJ2	Negativo	-0,8678	1,059114	0,413
PVJ2 x DGOV	Negativo	-2,6203**	1,306273	0,046
PVJ3	Negativo	21,302*	11,46776	0,064
PVJ3 x DGOV	Negativo	-60,163***	21,89435	0,006
LUCRO	-	0,0185	0,405792	0,964
Constante	-	19,0452	11,64264	0,103

Fonte: Compilação feita pelo autor.

*, **, *** Indica significância estatística de 0,10, 0,05 e 0,01, respectivamente.

Número de observações - 1.398

$R^2 = 0,4434$

*, **, *** Indica significância estatística de 0,10, 0,05 e 0,01, respectivamente.

A equação 3, conforme definido na página 38, foi estimada considerando-se efeito fixo de empresa e ano e erro padrão robusto.

Inicialmente, observa-se na Tabela acima que o passivo a valor justo Nível 1 para empresas com governança apresentou-se significativo a 10%, entretanto o sinal de seu coeficiente apresenta-se positivo, quando esperava-se ser negativo. Em função disso, não consideramos válido o resultado, já que não faz sentido o coeficiente para passivo ser positivo, entendendo também, conforme já destacado, que não era esperada diferenciação estatística para ativos e passivos Nível 1.

Entretanto, conforme esperado, os coeficientes estimados de ativos e passivos mensurados a valor justo Nível 2 se mostram significativos a 5% para empresas com governança, e estatisticamente não significativos para empresas sem governança. Já com relação aos ativos e passivos a valor justo Nível 3, apesar de se mostrarem estatisticamente significativos tanto

para empresas com governança ou sem governança, para aquelas com governança o nível de significância é maior, demonstrando assim uma maior associação desses ativos e passivos Nível 3 com seu valor de mercado.

Estes resultados se mostram interessantes, sugerindo que, quando o valor justo não é obtido diretamente do mercado, utilizando-se de dados mais subjetivos e às vezes menos confiáveis, a mensuração feita pelas empresas com governança possui maior associação com o preço da ação do que para aquelas sem governança corporativa.

Assim, em resposta à segunda questão de pesquisa, restou evidenciada diferenciação estatística em relação aos ativos e passivos a valor justo Níveis 2 e 3, quando reportados por empresas com governança corporativa.

5. CONCLUSÃO

As empresas listadas na CVM necessariamente devem atender às normas de contabilidade emitidas pelo CPC. Especificamente, o CPC 46 Mensuração do Valor Justo trata da divulgação dos ativos e passivos a valor justo, requerendo a segregação em níveis hierárquicos, conforme os insumos utilizados quando de sua mensuração: resumidamente - Nível 1, quando utilizam-se preços cotados em mercado ativo, Nível 2, quando da utilização de *inputs* observáveis e Nível 3, *inputs* não observáveis.

Analizamos especialmente os bancos e as empresas com governança listadas na BM&FBOVESPA, investigando se as informações dos níveis de valor justo apresentam diferenciação estatística, quando comparadas com as empresas de outros setores, no caso de bancos, e de outros segmentos de listagem, no caso da governança, considerando-se empresas com governança aquelas pertencentes aos segmentos Novo Mercado, Níveis 2 e 1 da BM&FBOVESPA.

Em geral, restou evidenciado que as informações dos níveis de valor justo reportadas pelas companhias listadas na BM&FBOVESPA são informações relevantes, ou seja, possuem *value relevance*, ressaltando-se que a literatura atribui relevância a uma informação contábil, dentro do contexto de uma “pesquisa positiva”, quando há significância estatística em relação ao preço das ações (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001).

Com relação aos bancos, esperávamos encontrar diferenciação estatística para os Níveis 2 e 3 de ativos e passivos a valor justo, entendendo se tratar de um setor que utiliza, em sua essência, instrumentos financeiros, e também pela *expertise* inerente a suas atividades, necessária quando da mensuração de

instrumentos a valor justo através de modelagens (*valuation*). Porém, não encontramos diferenciação no *value relevance* para nenhum dos níveis de ativos a valor justo. Com relação aos passivos, foi encontrado *value relevance* apenas para o Nível 3. Porém, enquanto que para empresas de outros setores o nível de significância encontrado para esses passivos foi de 5%, para bancos, o nível de significância é menor, de 10%.

Por fim, com relação às empresas com governança corporativa, restou evidenciado haver *value relevance* para os ativos e passivos Níveis 2 e 3, conforme esperado. Pelo fato de apresentarem práticas diferenciadas de mercado e maior nível de *disclosure*, portanto com uma gestão mais ativa e transparente, faz sentido que haja *value relevance* diferenciado para os Níveis 2 e 3 de ativos e passivos a valor justo, já que estes são mais subjetivos e demandam maior nível de julgamento quando de mensurações a valor justo, cujos riscos de manipulação ou erro são mitigados quando há maior governança.

Como limitação de pesquisa, destacamos o pequeno número de bancos listados, e também a pouca representatividade de ativos e passivos mensurados a valor justo pelas empresas em geral, podendo ter sido ocasionada pela ausência de mensuração a valor justo ou ainda pela ausência de divulgação da informação.

Recomendamos pesquisas futuras do *value relevance* em setores com maior representatividade, e também onde os ativos e passivos, em sua totalidade ou ao menos em sua maioria, sejam mensurados a valor justo, o que poderá ser exigido pela CVM, por exemplo, na indústria brasileira de fundos.

REFERÊNCIAS

- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J.P. Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. São Paulo: **Atlas**, 2004.
- ALMEIDA, D.; BARRETO, E. Contabilidade a valor justo – IFRS 13. São Paulo: **Saint Paul**, 2012.
- ANGOTTI, M.; BISPO O.N.A.; MACEDO, H.C. Poder preditivo e value relevance da demonstração do resultado abrangente: uma análise das companhias brasileiras listadas na BM&FBOVESPA. **Enfoque Reflexão Contábil**, v. 35, n. 3, p. 1-17, Set/Dez, 2016.
- AVELAR, B.; COSTA, P.S.; FONSECA, K.B.C; PINTO, A.F.; SILVA, M.B.A. Value relevance da evidenciação de provisões e passivos contingents. **Pensar Contábil**, v. 16, n. 61, p. 54-65, 2014.
- BARTH, M.E.; BEAVER, W.H.; LANDSMAN, W.R. Value relevance of banks' fair value disclosures under FAS No. 107. **The Accounting Review**, v. 71, n. 4, p. 513-537, 1996.
- BARTH, M.E.; BEAVER, W.H.; LANDSMAN, W.R. The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1, p. 77-104, 2001.
- BARTH, M.E. Including estimates of the future in today's financial statements. **Accounting Horizons**, v.20; n.3, p.271-285, 2006.
- BENEDICTO, G.C.; LEITE, J.S.J.; PADOVEZE, C.L. Manual de Contabilidade Internacional IFRS – USGAAP – BRGAAP. São Paulo: **Cengage Learning**, 2012.
- BHAMORNSIRI, S.; GUINN, R.E.; SCHROEDER, R.G. The economic impact of SFAS No. 157. **International Advances in Economic Research**, v. 16, p. 65-79, 2010.
- BM&FBOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em 10/06/2016.
- BORBA, J.A.; SOUZA, M.M. Value relevance do nível de disclosure das combinações de negócios e do goodwill reconhecido nas companhias de capital aberto brasileiras. **Rev. Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 28, n. 73, p. 77-92, 2017.
- BORGERTH, V.M.C. A adoção das melhores práticas como contribuição para a melhoria da transparência das organizações: entendendo transparência como um valor In: Governança Corporativa e criação de valor / organização Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, Joaquim Rubens Fontes Filho, Ricardo Pereira Câmara Leal. – 1. Ed. – São Paulo: **Saint Paul Editora**, 2014.

BUSHMAN, R. M.; SMITH, A.J. Financial Accounting Information and Corporate Governance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1-3, p. 237, 2001.

CALLADO, A.L.C; MACHADO, M.A.V; MARTINS, V.G. Relevância e representação fidedigna da informação de ativos financeiros mensurados a valor justo. **Enfoque Reflexão Contábil**, v. 34, n. 3, p. 77-94, 2015.

COELHO, C.U.F.; LINS, L.S. Teoria da Contabilidade: abordagem contextual, histórica e gerencial. São Paulo: **Atlas**, 2010.

Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC. **CPC 00 (R1): Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro**. Disponível em: <http://static.cpc.mediatgroup.com.br/Documentos/147_CPC00_R1.pdf>Acesso em: 9 de junho de 2016.

_____. **CPC 26 (R1): Apresentação das Demonstrações Contábeis**. Disponível em <http://static.cpc.mediatgroup.com.br/Documentos/312_CPC_26_R1_rev2008.pdf>Acesso em: 29 de setembro de 2016.

_____. **CPC 46: Mensuração do Valor Justo**. Disponível em <http://static.cpc.mediatgroup.com.br/Documentos/395_CPC_46_rev2006.pdf>Acesso em: 9 de junho de 2016.

COSTA JUNIOR, J.V. Uma avaliação do nível de evidenciação das companhias abertas, no Brasil, no tocante aos instrumentos financeiros. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 14, n. 32, p. 23-29, 2003.

CRUZ, C. V. O. A.; LIMA, G. A. S. F. de. Reputação corporativa e nível de *disclosure* das empresas de capital aberto no Brasil. **Universo Contábil**, v. 6, n. 1, p. 85-101, 2010.

DE MELO, C.L.L. et al. Mensuração a valor justo: um estudo sobre a percepção dos professores e profissionais contábeis. **Revista Ambiente Contábil–UFRN–Natal-RN**. v. 4, n. 1, p. 138-155, 2012.

EBAID, I.E. The value relevance of accounting-based performance measures in emerging economies: The case of Egypt. **Management Research Review**, v.35, n.1, p.69-88, 2012.

ECCHER, E.A.; RAMESH, K.; THIAGARAJAN, S.R. Fair value disclosures by bank holding companies. **Journal of Accounting and Economics** v. 22, i. 1-3, p.79-117, 1996.

FAMA, E.F. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy** v.88, n. 2, p.288-307, 1980.

FÉ JÚNIOR, A.L.D.; NAKAO, S.H.; RIBEIRO, M.S. Reações do mercado acionário na primeira divulgação financeira em IFRS do setor bancário brasileiro: Um estudo de evento. **Contextus-Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 13, n. 3, p. 81-110, 2015.

HENDRIKSEN, E.; VAN BREDA, M.F. Teoria da Contabilidade. 1.ed.- 9. reimpr. São Paulo: **Atlas**, 2011.

HERBOHN, K.; HERBOHN, J. International accounting standard (IAS 41): what are the implications for reporting forest assets? **Small-scale Forest Economics, Management and Policy**, v.5, n.2, p.175-189, 2006.

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

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Governança corporativa. São Paulo: **IBGC**, 2004.

LAWRENCE, A.; SIRIVIRIYAKUL, S.; SLOAN, R.G. Who's the fairest of them all? Evidence from closed-end funds. **The Accounting Review**, v. 91, n. 1, p.207-227, 2016.

LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. E. The economic consequences of increased disclosure. **Journal of Accounting Research**, v. 38, p. 91-124, supplement: studies on accounting information and the economics of the firm, 2000.

LOPES, A.B.; MARTINS, E. Teoria da contabilidade: uma nova abordagem. 4. reimpr. São Paulo: **Atlas**, 2013

MARQUES, T.O; NIYAMA, J.K. Divulgação das informações contábeis sobre a hierarquia de valor justo: Avaliação do *value relevance* do valor justo das empresas brasileiras. **VII Congresso Anpcont**, Rio de Janeiro, 2014.

NASCIMENTO, A.M.; REGINATO, L. Divulgação da informação contábil, governança corporativa e controle organizacional: uma relação necessária. **Revista Universo Contábil**, v. 4, n. 3, p. 25-47, 2008.

NEPOMUCENO, V. Teoria da contabilidade: uma abordagem histórico-cultural. Curitiba: **Juruá**, 2008.

NYIAMA, J.K, organizador. Teoria avançada da contabilidade. São Paulo: **Atlas**, 2014.

OHLSON, J. Earnings, book values and dividends in security valuation. **Contemporary Accounting Research**, v.11, 661-687, 1995.

Orientação Técnica: **OCPC 03: Instrumentos Financeiros: Reconhecimento, Mensuração e Evidenciação**. Disponível em <http://static.cpc.medialogroup.com.br/Documentos/135_OCPC_03.pdf> Acesso em: 04 de fevereiro de 2017.

PENG, S; BEWLEY, KATHRYN. Adaptability to fair value accounting in an emerging economy: A case study of china's IFRS convergency. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v.23, n.8, p.982-1011, 2010.

ROSSONI L. Qual o valor da governança corporativa? In: Governança Corporativa e criação de valor / organização Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, Joaquim Rubens Fontes Filho, Ricardo Pereira Câmara Leal. – 1. Ed. – São Paulo: **Saint Paul Editora**, 2014.

SEC - Securities and Exchange Commission. **Definição de Closed-End Funds**. Disponível em <http://www.sec.gov/answers/mfclose.htm>>Acesso em: 04 de fevereiro de 2017.

SONG, X. Value Relevance of Fair Values – Empirical Evidence of the Impact of Market Volatility. **Accounting Perspectives**, v. 14(2), p.91-116, 2015.

SONG, C.J.; THOMAS, W.B.; YI, H. Value relevance of FAS 157 Fair Value Hierarchy Information and the Impact of Corporate Governance Mechanisms. **The Accounting Review**, v. 85, 1375-1410, 2010.

WATTS, R.L. Conservative in accounting. Part I: Explanations and implications. **Accounting Horizons**, v.17, p.207-221, 2003.