UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DE
RIBEIRÃO PRETO
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE

LAÍS MANFIOLLI FIGUEIRA

Impacto do reconhecimento e mensuração a valor justo de instrumentos financeiros sobre a
volatilidade do resultado

ORIENTADOR: PROF. DR. MARCELO AUGUSTO AMBROZINI

Ribeirão Preto

2017

Prof. Dr. Marco Antonio Zago
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Dante Pinheiro Martinelli
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto

Prof. Dr. Fabiano Guasti Lima
Chefe do Departamento de Contabilidade

Profa. Dra. Maisa de Souza Ribeiro
Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade

LAÍS MANFIOLLI FIGUEIRA

Impacto do reconhecimento e mensuração a valor justo de instrumentos financeiros sobre a volatilidade do resultado

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade e Controladoria da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, para obtenção do título de Mestre em Ciências. Versão Corrigida. A original encontra-se disponível no Serviço de Pós-Graduação da FEA-RP/USP.

Área de concentração: Contabilidade Financeira

ORIENTADOR: PROF. DR. MARCELO
AUGUSTO AMBROZINI

RIBEIRÃO PRETO
2017

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaboração pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA-RP/USP

Impacto do Reconhecimento e Mensuração a Valor Justo de Instrumentos Financeiros sobre a Volatilidade do Resultado / Laís Manfiolli Figueira –
Ribeirão Preto, 2017.

84 p.: il.

Dissertação de Mestrado apresentada a Faculdade de Economia,
Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São
Paulo, 2017. Área de Concentração: Contabilidade Financeira
Orientador: Prof. Dr. Marcelo Augusto Ambrozini

1. Valor Justo. 2. Volatilidade. 3. Instrumentos Financeiros. 4. FASB.
5. IASB.

Nome: FIGUEIRA, Laís Manfiolli

Título: Impacto do Reconhecimento e Mensuração a Valor Justo de Instrumentos Financeiros sobre a Volatilidade do Resultado

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade e Controladoria da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo para obtenção do título de Mestre em Contabilidade.

Área de concentração: Contabilidade Financeira

Aprovado em:

Banca Examinadora

Prof. Dr. _____

Instituição: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____

Instituição: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____

Instituição: _____ Assinatura: _____

A minha mãe, Lúcia, com muita gratidão por sua compreensão e carinho e por toda sua dedicação e seu esforço despendidos em minha formação. E ao meu avô, Romeu, por todo seu carinho e proteção, os quais eu sinto, e por intercedido por mim e me dado forças, aonde quer que você esteja.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Universidade de São Paulo (USP), em especial a Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto (FEA-RP) e ao seu Departamento de Contabilidade, que representaram uma extensão da minha casa nos últimos anos, pela infraestrutura disponibilizada e por exigirem o máximo de minha capacidade, assim me propiciando uma formação sólida e gratuita. Bem como ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade (PPGCC) da FEA-RP/USP e a todo o seu corpo docente, por haverem acreditado em meu potencial, conferindo-me a honra de ter sido aluna. Além de agradecer a CAPES pelo apoio financeiro durante a realização do curso de mestrado e da pesquisa cujo tema serviu para a elaboração dessa dissertação.

Agradeço sempre e principalmente a minha mãe, Lúcia Helena Pioli Manfiolli, que é o meu esteio e meu exemplo em vida. É imensurável poder sempre contar com seu apoio, colo, carinho e socorro. Obrigada por todas as vezes que me ouviu surtar nesse período, pelas palavras de incentivo, pela preocupação, pelos cuidados e por me levar e buscar na FEA-RP em horários bizarros devido a problemas na internet, nos computadores e minha necessidade de ter um espaço mais calmo para estudar. Desculpe-me por qualquer coisa, nunca poderei recompensá-la por tudo isso, em poucas palavras: minha mãe fez tudo o que pôde, e um pouco mais, para me tornar a pessoa que sou hoje.

Agradeço a minha avó, Elza, e a minha tia, Eliana, que sempre estão por perto, cuidando de meus passos e orando por mim, mesmo que me criticando algumas poucas vezes. Desculpem-me pela minha ausência, esses tempos foram corridos, e, apesar da proximidade, quase não estive presente, pretendo mudar isso em breve. Obrigada ao meu avô, Romeu, sei que aonde quer que você esteja, tem intercedido por mim e me dado forças, eu sinto isso.

Agradeço a meu orientador de mestrado, Prof. Dr. Marcelo Augusto Ambrozini, por ter me desafiado a estudar e a aprender sobre instrumentos financeiros, acredito que esse seria um tema ao qual eu buscava evitar em outras circunstâncias da vida. Obrigada por seu apoio nessa etapa de formação, pelas orientações oferecidas, por todas as aulas sobre contabilização de instrumentos financeiros, pelos conselhos e por seu apoio.

Agradeço a Profa. Dra. Maisa de Souza Ribeiro, minha eterna orientadora de graduação, por todos os seus conselhos, pelas oportunidades oferecidas, pelo seu apoio e pelos livros emprestados. Obrigada por tudo!

Agradeço aos meus supervisores de estágio docência durante o mestrado, Prof. Dr. Marcelo Augusto Ambrozini, Profa. Dra. Mariana Simões Ferraz do Amaral Fregonesi, Profa. Dra. Maisa de Souza Ribeiro e Profa. Dra. Paula Carolina Ciampaglia Nardi, por todos os ensinamentos passados, acredito que minha futura identidade docente, a ser desenvolvida, será fortemente influenciada por tudo que aprendi com vocês. Obrigada por me ensinarem desde como montar as aulas, desenvolver e utilizar diferentes métodos de avaliação, abordar assuntos áridos de forma objetiva e simplificada, alfabetizar pelo $B+A=BA$ da contabilidade para aqueles que nunca tiveram contato com esses conceitos e até como provocar os alunos a estudar o que desejaríamos, fazê-los mais participantes da aula e extrair um espírito crítico deles.

Agradeço imensamente a todos os professores que fizeram parte da minha formação, não somente os da graduação e pós-graduação, mas também os do ensino médio, fundamental e infantil, pois se cheguei até aqui é porque fizeram um bom trabalho.

Agradeço aos meus aluninhos da turma XI do curso de Economia Empresarial e Controladoria (vulgo ECEC XI), ingressantes de 2016 e agregados, que me fazem lembrar todos os dias o porquê de eu querer lecionar contabilidade. A docência acadêmica sempre foi algo que almejei, porém, nos últimos anos, tudo havia se tornado mecânico, além de alguns incidentes haverem me feito esquecer o porquê desse sonho. Contudo o carinho de vocês e seus incentivos me fizeram lembrar de quão mágico pode ser influenciar a formação e, conseqüentemente, a vida de outras pessoas, de quão importante pode ser eu perder o medo, me preparar e auxiliá-los a primar pela excelência. Esses 2 anos, com um intervalo de 1 semestre, junto com vocês foi muito especial, não esquecerei a sala de vocês jamais, eternamente grata!

Agradeço imensamente a minha amiga parceira Ms. Bianca Thomazella, obrigada por aturar minhas mudanças súbitas de humor e todos os meus choros (dava para acabar com a seca do nordeste), por ligar todos os dias, por me dar colo nesses últimos meses (que foram tão difíceis em todos os sentidos). Obrigada por toda a força, obrigada por tentar me distrair dos problemas e por me acompanhar nas gordices com o intuito de amenizar nossa ansiedade.

Agradeço a meu amigo Ms. Matheus da Costa Gomes por todo o apoio ao longo dessa jornada, pelas conversas críticas, por ser alguém que adora conversar sobre propostas novas de pesquisa e por me incentivar a acabar logo e continuar na carreira. Obrigada por ouvir minhas lamúrias, pelos conselhos, por toda a atenção que me concedeu, apesar desse ano tão conturbado em sua vida.

Agradeço a amiga minha Ms. Livia Maria Lopes Stanzani por sempre estarem dispostas a me ouvir, pelos bons pensamentos e palavras de incentivo e positividade, podem contar sempre comigo. Agradeço a Rosemeire de Araújo por sempre ouvir minhas lamúrias,

confissões e questionamentos existenciais, obrigada por toda ajuda e incentivo ao longo do meu mestrado.

Agradeço a minhas amigas, Annelise Izumi, Bruna Carolina Honório, Carolina Costa de Aguiar, Jaqueline Oliveira Rosa, Larissa Torraca, Nayara Tognon e Stephanie Linhares, por sempre ouvirem meus desabafos, me apoiarem e incentivarem nos momentos mais difíceis (o cursinho, que hoje vejo que não foi tão ruim assim, há coisas bem piores na vida), me animarem e me divertirem (sem cobrar o *couvert*). Hoje nossas vidas seguiram caminhos bem diferentes, mas adoro o fato de que mesmo assim, damos um jeito de nos reunirmos algumas vezes ao ano, obrigada pelo carinho meninas.

Agradeço a meus amigos Éric Alan de Azevedo Santos e Fernanda Vasconcelos por todo o apoio, risadas, passeios, conselhos de moda, ideias de gordice. Lembrando: Éric, você sempre será meu melhor *date*.

E não menos importante, agradeço imensamente a minha cachorrinha Kiara, que praticamente fez a dissertação comigo, já que ficou acordada todas as madrugadas velando pela minha leitura e escrita. Obrigada Kiara por sempre me receber com seu rabinho abanando, estar disposta a ir me buscar de carro e estar disposta a dividir minha comida. Obrigada por deitar ao meu lado quando estou triste, por suas lambidas de conforto e por sempre me relaxar e me fazer sorrir. Obrigada por existir!

E, por fim, agradeço também aos conhecidos e desconhecidos que durante essa trajetória me ofereceram pequenos instantes de riso e de relaxamento quando eu estava tão tensa e preocupada na correria do dia a dia.

Muito obrigada!!

A felicidade é frágil e volátil, pois só é possível senti-la em certos momentos. Na verdade, se pudéssemos vivenciá-la de forma ininterrupta, ela perderia o valor, uma vez que só percebemos que somos felizes por comparação.

F. Nietzsche

RESUMO

FIGUEIRA, L. M. **Impacto do Reconhecimento e Mensuração a Valor Justo de Instrumentos Financeiros sobre a Volatilidade do Resultado**. 2017. 84 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2017.

Uma crítica que corrobora a não convergência entre o *Financial Accounting Standards Board* (FASB) e o *International Accounting Standards Board* (IASB) baseia-se na discordância quanto a mensuração a valor justo de alguns tipos de instrumentos financeiros, pois argumenta-se que essa prática pode aferir volatilidade aos resultados das empresas, o que impactaria o desempenho de suas ações no mercado de capitais. Assim, o presente trabalho propõe-se a verificar se a adoção das *International Financial Reporting Standards* (IFRS) no tocante a mensuração e reconhecimento dos instrumentos financeiros, mais especificamente para o grupo classificado em “Ativos e Passivos Financeiros Mensurados a Valor Justo por meio do Resultado”, levou a uma maior volatilidade dos resultados contábeis. Para isso, optou-se por analisar o caso brasileiro, porque tal país passou pelo processo de *Full Adoption* das IFRS. Desse modo, adotou-se testes estatísticos que analisaram a diferença entre as variâncias dos lucros líquidos que consideram instrumentos financeiros avaliados a valor justo e a custo histórico amortizado, no período entre 2010 e 2016, das empresas brasileiras de capital aberto não financeiras e bancos com maior Presença em Bolsa. Após analisar o efeito dos ganhos e perdas não realizados, oriundos do ajuste a valor justo, de instrumentos financeiros sob o resultado, constatou-se uma tendência a suavização, redução da volatilidade, dos lucros líquidos, tanto para a amostra de empresas não-financeiras quanto para a de bancos, e não de aumento da volatilidade como era argumentado por alguns críticos a adoção do valor justo. Com base nas análises da amostra de empresas não-financeiras, o reconhecimento do ajuste a valor justo de instrumentos financeiros no resultado afetou significativamente a volatilidade do resultado contábil, contudo, segundo essas análises não se pode afirmar quanto ao efeito desse impacto, se houve propensão ao aumento da volatilidade ou a suavização dos lucros. Ao realizar as análises descritivas dessa amostra, observou-se um efeito de suavização na média, uma vez que o desvio-padrão do lucro líquido que considera instrumentos financeiros avaliados a valor justo apresentou uma média e um desvio-padrão inferiores ao do desvio-padrão do lucro líquido que os considera a custo histórico. Já as análises da amostra de bancos evidenciaram que o reconhecimento do ajuste a valor justo de instrumentos financeiros no resultado tendeu a reduzir

significativamente a volatilidade, observando-se em média uma suavização do resultado contábil. Essa tendência a redução da volatilidade pode ser advinda de: gestões de risco responsáveis; uso de instrumentos financeiros, predominante, para fins de hedge; uma provável escassez do uso da classificação de “instrumentos financeiros avaliados a valor justo por meio do resultado”; ou, gestões que realizem escolhas do tipo “*cherry-pinning*”. Inclusive, um dos modelos aplicados identificou, em ambas amostras, indícios da realização da prática de “*cherry-pinning*”, um tipo de gerenciamento de resultado baseado em escolhas operacionais vantajosas e oportunistas que têm consequências na classificação contábil. Além disso, tal tendência a redução da volatilidade pode apresentar um impacto positivo na avaliação dessas empresas pelo mercado de capitais e por seus credores, já que tais usuários primários da informação contábil apresentam uma preferência por lucros consistentes ao longo do tempo, devido a sua aversão ao risco.

Palavras-Chave: Valor Justo, Volatilidade, Instrumentos Financeiros, FASB, IASB.

ABSTRACT

FIGUEIRA, L. M. **Impact of Recognition and Measurement at Fair Value of Financial Instruments on Income Volatility**. 2017. 84 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2017.

One of the criticisms that supports the non-convergence between the Financial Accounting Standards Board (FASB) and the International Accounting Standards Board (IASB) is based on disagreement with the measurement at fair value of certain types of financial instruments, because it is argued that this practice can measure volatility to earnings, which would impact the performance of its shares in the capital market. Thus, this study aims to verify whether the adoption of standards International Financial Reporting Standards (IFRS) regarding the measurement and recognition of financial instruments, specifically for the group classified as “Financial Asset or Financial Liability at Fair Value through Profit or Loss” or “Held for Trading”, caused greater volatility of earnings. For this, we chose to analyze the Brazilian case, because that country passed through the Full Adoption of IFRS process. Accordingly, it adopted statistical tests that analyzes the difference between the variances of the net incomes that consider financial instruments measured at fair value and amortized historical cost of Brazilian publicly traded non-financial companies and banks, with a greater Presence on the Stock Market, during the period between 2010 and 2016. After analyzing the effect of the unrealized gain and loss, resulting from the adjustment to fair value, of financial instruments recognized in net income, there was a tendency to income smoothing, reduce volatility, both for non-financial companies and for banks, rather than increased volatility as some critics argued the adoption of fair value. Based on the analysis of the non-financial companies sample, the recognition of the fair value adjustment of financial instruments in the result significantly affected the volatility of the accounting profit, however, according to these analyzes, it cannot be stated as to the effect of this impact, if there was a trend increasing volatility or smoothing profits. When conducting the descriptive analyzes of this sample, a smoothing effect was observed in the mean, since the standard deviation of the net profit that considers financial instruments evaluated at fair value presented a mean and a standard deviation lower than the standard deviation of the net profit that considers them at historical cost. The analysis of the banks sample showed that the recognition of the adjustment to fair value of financial instruments in the result tended to significantly reduce the volatility, observing, on average, a smoothing of the accounting profit. This trend to reduce volatility can be derived from:

responsible risk management; use of financial instruments predominantly for hedge purposes; a probable shortfall in the use of the classification of "financial instruments measured at fair value through profit or loss"; or, cherry-pincking choices. In addition, one of the applied models identified, in both samples, indications of the practice of cherry-pincking, a type of result management based on advantageous and opportunistic operational choices that have consequences in accounting assignment. Furthermore, this trend of reducing volatility may have a positive impact on the valuation of these companies by the stock markets and by their creditors, since such primary users of accounting information show a preference for consistent profits over time due to their risk aversion.

Keywords: Fair Value, Volatility, Financial Instruments, FASB, IASB.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Vantagens <i>versus</i> Desvantagens do Custo Histórico <i>versus</i> Valor Justo	30
--	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Critérios de construção da amostra final da pesquisa.....	51
Tabela 2 – Estatística descritiva das Empresas Não Financeiras.....	58
Tabela 3 – Estatística descritiva dos Bancos	59
Tabela 4 – Resultado do Teste de Normalidade Shapiro-Wilk para a Amostra de Empresas Não Financeiras	60
Tabela 5 – Resultado do Teste de Wilcoxon para a Amostra de Empresas Não Financeiras.....	61
Tabela 6 – Estatística Descritiva da Amostra de σ do Lucro de Empresas Não Financeiras... ..	62
Tabela 7 – Resultado do Teste de Normalidade Shapiro-Wilk para a Amostra de σ do Lucro de Empresas Não Financeiras	63
Tabela 8 – Resultado do teste de Wilcoxon para a Amostra de σ do Lucro de Empresas Não Financeira	64
Tabela 9 – Resultado do Teste de Normalidade Shapiro-Wilk para a Amostra de Bancos.....	65
Tabela 10 – Resultado do Teste F para a Amostra de Bancos	65
Tabela 11 – Estatística Descritiva da Amostra de σ do Lucro de Bancos	67
Tabela 12 – Resultado do Teste de Normalidade Shapiro-Wilk para a Amostra de σ do Lucro de Bancos	68
Tabela 13 – Resultado do Teste de Wilcoxon para a Amostra de σ do Lucro de Bancos	68

SUMÁRIO

1. Introdução.....	21
2. Referencial Teórico	25
2.1 FASB x IASB: Histórico das Normas Contábeis sobre Instrumentos Financeiros	25
2.2 Avaliação a Valor Justo: Volatilidade, Relevância e Confiabilidade	29
2.3 Estudos Anteriores sobre a Volatilidade decorrente da mensuração a Valor Justo de Instrumentos Financeiros	39
2.3.1 Reconhecimento de Instrumentos Financeiros Mensurados a Valor Justo como Causador da Volatilidade dos Resultados Contábeis.....	40
2.3.2 Reconhecimento de Instrumentos Financeiros Mensurados a Valor Justo como Mecanismos de Suavização dos Resultados	46
3. Materiais e Métodos	50
3.1 Critérios de Definição da Amostra	50
3.2 Modelo estatístico de medição da volatilidade dos Resultados	53
3.3 Método Estatístico aplicado para medir a volatilidade dos Resultados	54
3.4 Coleta de dados.....	56
4. Análise dos Resultados.....	58
4.1 Estatística descritiva amostral	58
4.2 Resultados e discussão da amostra de empresas não financeiras	60
4.3 Resultados e discussão da amostra de bancos.....	64
5. Considerações finais.....	70
Referências.....	73
APÊNDICE.....	81
APÊNDICE A – Composição Amostral de Empresas Não Financeiras.....	81
APÊNDICE B – Composição Amostral de Bancos	84

1. Introdução

A contabilização a valor justo não é algo novo, entretanto, esse assunto tem sido colocado em discussão nas últimas décadas devido aos movimentos do *Financial Accounting Standards Board* (FASB) e do *International Accounting Standards Board* (IASB) para um avanço nas orientações quanto a aplicação desse método de mensuração (EMERSON; KARIM; RUTLEDGE, 2010). Barth (1994), Barth, Bearver e Landsman (1996) e Landsman (2007) ressaltam que um dos maiores problemas dessa metodologia consiste em erros na estimação do valor justo, que podem ser provocados pela possível subjetividade empregada nos cálculos. Entretanto, Barth (1994) e Barth, Bearver e Landsman (1996) também afirmam que caso essa estimação seja feita com acurácia, a informação contábil a valor justo pode ser mais relevante que a gerada pelo custo histórico.

Destaca-se que um dos principais motivos de o FASB não se alinhar com o IASB seria o uso do valor justo para mensurar alguns tipos de instrumentos financeiros, uma vez que essa prática pode conferir maior volatilidade aos resultados das empresas, o que impactaria em seus desempenhos no mercado de capitais (HAIL; LEUZ; WYSOCKI, 2010a). Há muitos críticos à adoção dessa prática de mensuração a valor justo pelos Estados Unidos (EUA), tanto no ambiente empresarial quanto no sistema bancário e nos órgãos reguladores. Tal crítica se embasa no receio de que a mensuração a valor justo traga toda a volatilidade dos mercados ao balanço e que, conseqüentemente, isso afete o desempenho das ações, uma vez que se acredita que o mercado financeiro dos EUA apresenta uma volatilidade muito grande devido ao alto volume de recursos disponíveis e de movimentações (GEBHARDT, 2012).

Dentre esses críticos ao alinhamento do FASB com o IASB, destaca-se Alan Greenspan, *chairman* do *Federal Reserve Board* dos Estados Unidos (FED) entre 1987 e 2006, que foi contra a adoção do valor justo nos balanços das instituições financeiras justamente pela possibilidade de essa volatilidade conferida às demonstrações contábeis afetar negativamente o mercado financeiro. Inclusive em 2008, com as quebras de bancos como o Lehman Brothers e o Bearn Sterns, discutiu-se que caso todos os instrumentos financeiros fossem avaliados por meio da marcação a mercado teria sido apurada uma perda, possivelmente, superior a incorrida, que os preços das ações teriam sido afetados também pela percepção da volatilidade nos resultados das empresas, o que poderia levar a uma quebra de todo o sistema norte-americano (WHALEN, 2008; LAUX; LEUZ, 2009; PWC, 2009; JAGER, 2014).

No entanto, outro ponto de vista envolve a utilização do valor justo como uma forma de melhor representar a posição patrimonial das empresas, gerando uma representação mais

fidedigna (BARTH, 1994; BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 1996; LANDSMAN, 2007; POWER, 2010). Essa representação mais fidedigna poderia causar uma maior cobrança por parte do mercado, usuários primários da informação contábil, que são investidores e credores existentes e potenciais, quanto a uma gestão mais conscienciosas dos instrumentos financeiros, assim respaldando ações mais responsáveis por parte dos administradores. A assimetria de informação entre usuários primários e os gestores de uma empresa pode causar uma avaliação equivocada do preço das ações de uma empresa, que poderá ser superestimada ou subestimada (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 1997; HEALY; PALEPU, 2001). Outrossim, caso todas as empresas adotassem essa prática, o mercado, após certo tempo de aprendizagem, se ajustaria não prejudicando o desempenho do preço das ações, a menos que os gestores incorressem em decisões de investimento e captação adversas aos interesses da empresa.

Pesquisas como as de Whalen (2008), Laux e Leuz (2009), Gebhardt (2012) e Jager (2014) utilizaram-se da mesma argumentação dos críticos a adoção das normas do IASB pelo FASB, entretanto, não buscaram verificar empiricamente se a argumentação desses opositores ao alinhamento dos dois *boards* eram fundamentadas. Essa perspectiva de que a mensuração a valor justo de um ativo ou passivo que tenha contrapartida em conta de resultado pode, inicialmente, parecer óbvia. Todavia, caso esse item de ativo ou passivo seja um instrumento financeiro com a finalidade de *hedge* de um outro valor de resultado, ou seja, seja utilizado com o intuito de proteção ao risco de outro item de resultado com alta volatilidade, esse efeito deveria ser justamente o oposto, essa avaliação a valor justo do instrumento deveria reduzir a volatilidade dos resultados, suavizando os resultados ao inibir a volatilidade do item hedgeado, caso esse *hedge* esteja tendo o efeito esperado. O aumento ou não da volatilidade dos resultados poderia ser não somente decorrente do comportamento dos mercados, mas também da intenção e da estratégia financeira dos gestores da organização ao utilizar um instrumento financeiro, uma vez que essa intenção pode ser refletida na classificação contábil adotada para o instrumento e, conseqüentemente, a sua forma de mensuração e reconhecimento.

Já Barth, Landsman e Wahlen (1995), Christensen, Lee e Walker (2009), Lantto e Sahlstrom (2009), Dargenidou e Mc Leay (2010), Byard, Li e Yu (2011), Cooper e Morgan (2013), e Brousseau et al. (2014) realizaram análises relativas ao impacto na volatilidade dos preços de mercado, a índices financeiros e aos *covenants*, além de verificarem a utilidade da informação contábil.

Barth, Landsman e Wahlen (1995) verificaram que o lucro com base no valor justo é mais volátil do que o de custos históricos, entretanto os preços das ações não refletem essa volatilidade incremental, ou seja, o preço das ações não reflete esse potencial aumento do risco.

Porém os dados utilizados por esses pesquisadores foram oriundos de informações evidenciadas em notas explicativas, o que pode justificar essa não internalização da volatilidade pelos preços das ações, uma vez que a informação evidenciada em texto por notas explicativas tem um poder inferior que a reconhecida em balanço no processo de tomada de decisão do mercado (MOHD, 2005). Isso ocorre devido ao fato de que a coleta e utilização desse tipo de informação é mais dispendiosa do que o uso de valores reconhecidos nas demonstrações financeiras primárias (MOHD, 2005). Além disso, Barth, Landsman e Wahlen (1995) analisaram somente a volatilidade em relação ao valor justo de títulos de investimento, pois eram os únicos dados disponibilizados pelas instituições financeiras que compunham a amostra, os demais instrumentos financeiros, inclusive os derivativos, foram ignorados pela pesquisa.

Já Brousseau et al. (2014) analisaram a associação entre a adoção do valor justo para instrumentos financeiros com a volatilidade dos preços de mercado das ações de entidades não financeiras. Para isso foi realizado um experimento controlado, no qual um grupo de participantes de um mercado recebia o conjunto de demonstrações financeiras com a informação contábil sobre instrumentos financeiros reconhecida em balanço a valor justo, enquanto que o outro, que negociava em um mercado distinto, recebia o mesmo conjunto de demonstrações, mas com a informação sobre esses instrumentos reconhecida a custo histórico e com sua informação a valor justo evidenciada em notas explicativas, dessa forma foram realizadas cinco rodadas de negociações. Assim, Brousseau et al. (2014) constataram que o método de mensuração dos instrumentos financeiros não afetou a volatilidade dos preços das ações, apesar de os valores contáveis a valor justo possuírem uma maior volatilidade que os a custo histórico. No entanto, experimentos controlados em pesquisas sobre ciências sociais aplicadas costumam ser caracterizados por possuírem um alto poder de controle das variáveis, em contraposição a um baixo poder de generalização (CRESWELL, 2010), em outras palavras, o resultado encontrado nesse tipo de pesquisa pode não representar o comportamento normal do mercado de capitais.

Assim, observa-se que foram identificadas pesquisas anteriores que exploraram a existência ou não de volatilidade nos resultados das empresas com a adoção da mensuração instrumentos financeiros a valor justo. Todavia esses valores analisados foram, somente, evidenciados em notas explicativas sem que esses fossem reconhecidos em balanço, o que poderia explicar a não internalização dessa informação pelo mercado, ou por meio de experimento controlado, o que pode não representar o que de fato ocorreria no mercado de capitais. Com isso, surge a questão: O reconhecimento e a mensuração a valor justo de instrumentos financeiros aumentam a volatilidade do resultado contábil?

Com o intuito de responde-la foi utilizado o caso brasileiro, uma vez que esse país optou pelo *full adoption* obrigatório das IFRS pelas sociedades anônimas a partir de 2010. Para isso, foram consideradas as características peculiares do Brasil, como a quantidade de empresas cujo capital é aberto e o volume financeiro movimentado pela bolsa de valores brasileira, ou seja, os parâmetros do desenvolvimento do mercado financeiro desse país. Destarte, surge a questão de pesquisa: Com a adoção das normas IFRS no tocante à mensuração e reconhecimento dos instrumentos financeiros pelo valor justo, houve uma maior volatilidade dos resultados das empresas brasileiras de capital aberto?

Para realizar essa verificação foi feito um levantamento dos dados das empresas brasileiras de capital aberto que possuíram instrumentos financeiros mensurados a valor justo no período compreendido entre 2010 e 2016, sete anos posteriores a adoção completa das normas internacionais de contabilização pelo Brasil. Por meio desses dados e com base no modelo proposto por Barth, Landsman e Wahlen (1995), foi verificada a diferença entre a variância do lucro líquido que considera ganhos e perdas não realizados oriundos da avaliação de instrumentos financeiros a valor justo e a variância do lucro líquido que não considera esses ganhos e perdas não realizados visando identificar ou não a existência de volatilidade.

Dessa forma, essa pesquisa buscou averiguar a afirmação dos críticos à contabilidade pelo valor justo para instrumentos financeiros quanto aos seus efeitos potenciais sobre a volatilidade dos lucros.

2. Referencial Teórico

2.1 FASB x IASB: Histórico das Normas Contábeis sobre Instrumentos Financeiros

O *International Accounting Standards Board* (IASB), anteriormente *International Accounting Standards Committee* (IASC), é um conselho independente formado por especialistas das áreas de padrões contábeis, normatização, auditoria, uso de relatórios financeiros e educação contábil. Tal conselho é responsável pelo desenvolvimento e publicação de orientações normativas quanto a padrões contábeis amplamente aceitos.

Em 1986, o ainda IASC apresentou sua primeira norma relativa a instrumentos financeiros, o IAS 25 – *Accounting for Investments* (IASB, 1986), que orienta o reconhecimento e a mensuração dos instrumentos financeiros a custo histórico, além de sua evidenciação em notas explicativas. Dentro desse órgão, essa norma somente seria suplantada uma década depois pelos IAS 32 – *Financial Instruments: Presentation* (IASB, 1995), IAS 39 – *Financial Instruments: Recognition and Measurement* (IASB, 1998).

Assim como o IASB, o *Financial Accounting Standards Board* (FASB) também é uma organização independente, sem fins lucrativos, que estabelece normas de contabilidade financeira, contudo seu público são os usuários do U.S.GAAP (United States Generally Accepted Accounting Principles). De acordo com as normas contábeis orientadas pelo FASB, até 1990, os instrumentos financeiros derivativos eram considerados itens *off-balance-sheet*, ou seja, não eram reconhecidos no conjunto de demonstrações financeiras, já os demais eram reconhecidos e mensurados a custo histórico.

Posteriormente, com a SFAS 105 – *Disclosure of Information about Financial Instruments with Off-Balance-Sheet Risk and Financial Instruments with Concentrations of Credit Risk* (FASB, 1990), a SFAS 107 – *Disclosures about Fair Value of Financial Instruments* (FASB, 1991) e a SFAS 119 – *Disclosure about Derivative Financial Instruments and Fair Value of Financial Instruments* (FASB, 1994), esses instrumentos passaram a ser evidenciados em notas explicativas.

A SFAS 105 (FASB, 1990) foi a primeira fase de um projeto do FASB visando a melhora na divulgação de informações contábeis sobre os instrumentos financeiros. Ela focou na orientação a respeito da evidenciação de dados sobre os instrumentos financeiros vinculados a riscos de crédito ou mercado que antes eram *off-balance-sheet* quanto: ao seu valor de face, ao seu valor nocional, aos contratos relacionados, à sua extensão, à sua natureza, aos seus termos, à discussão quanto a seus riscos de crédito e de mercado, às necessidades de caixa, às

políticas contábeis relacionadas, à possível perda contábil que a entidade incorreria se qualquer uma das partes do instrumento financeiro vier a falhar, à política da entidade sobre a exigência de caução ou outra garantia sobre esses instrumentos e uma descrição dessas garantias, às informações sobre concentrações significativas de risco de crédito.

Já a SFAS 107 (FASB, 1991) orientou a divulgação do valor justo dos instrumentos financeiros, tanto os ativos e passivos reconhecidos e não reconhecidos no balanço, para os quais fossem possíveis estimar. Caso não fosse possível ou confiável estimar esse valor, a exigia a divulgação das informações descritivas pertinentes para que o usuário pudesse estimar o valor do instrumento financeiro.

A evidenciação sobre instrumentos financeiros derivativos – futuros, a termo, swap e contratos de opção – foi incentivada pela SFAS 119 (FASB, 1994), que exige os mesmos critérios de divulgação da SFAS 105 e a SFAS 107, mas em relação aos instrumentos que foram ignorados por elas. Uma inovação dessa norma seria a exigência quanto a realização da distinção entre os instrumentos financeiros detidos ou emitidos para fins de comércio e aqueles para outros fins que não negociação. Para aqueles classificados na primeira situação, há a exigência da divulgação do valor justo médio e dos ganhos ou perdas de negociação líquidas, já o outro grupo necessita informar sobre seu objetivo e a forma como é relatado nas demonstrações financeiras.

Caso seja afirmado que o derivativo é para ser utilizado com a finalidade de *hedge*, a SFAS 119 (FASB, 1994) orienta a divulgação sobre: as operações previstas, as classes de instrumentos financeiros derivativos utilizados para proteger essas transações, as quantidades de cobertura ganhos e perdas diferidos, os eventos que possam resultar no reconhecimento de ganhos ou perdas no lucro. Além disso, a norma incentiva, mas não obriga, a evidenciação de informações quantitativas sobre os riscos desses instrumentos e a forma como a entidade gere esses riscos.

Todavia, essas alterações da legislação contábil dos Estados Unidos eram relativas somente a divulgação via notas explicativas, não por meio de reconhecimento no balanço, o que tem menor impacto no processo de tomada de decisão do mercado, já que a utilização desse tipo de informação é mais onerosa do que o uso de valores reconhecidos nas demonstrações financeiras primárias, balanço patrimonial e demonstração de resultado (BARTH; LANDSMAN; WAHLEN, 1995; MOHD, 2005).

Somente em 1998, com a SFAS 133 – *Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities* (FASB, 1998), todos os instrumentos passam a ser reconhecidos nas demonstrações financeiras, há a exigência da mensuração a valor justo, além do uso da

classificação desses instrumentos em relação a sua finalidade para a entidade. Após a SFAS 133 (FASB, 1998), surgem a SFAS 138 – *Accounting for Certain Derivative Instruments and Certain Hedging Activities* (FASB, 2000) e a SFAS 149 - *Amendment of Statement 133 on Derivative Instruments and Hedging Activities* (FASB, 2003) que alteram alguns dispositivos dessa primeira, por meio de um maior detalhamento da definição de derivativo e de suas classificações e de orientações que visam a contabilização de contratos com característica semelhantes seja feita da mesma forma.

Com base na evolução dos padrões contábeis voltados a instrumentos financeiros propostos pelo FASB, o IASB retomou as discussões de como mensurar, reconhecer e evidenciar os instrumentos financeiros de forma a melhor representar as intenções econômicas das organizações, dessa forma foram discutidas e desenvolvidos os IAS 32 – *Financial Instruments: Presentation* (IASB, 1995), IAS 39 – *Financial Instruments: Recognition and Measurement* (IASB, 1998) e IFRS 7 – *Financial Instruments: Disclosures* (IASB, 2005). Assim, segundo o IAS 32 (IASB, 1995), IAS 39 (IASB, 1998) e IFRS 7 (IASB, 2005) os instrumentos financeiros são classificados em quatro grupos: (i) “Empréstimos e Recebíveis”, (ii) “Mantidos até o Vencimento”, (iii) “Ativos e Passivos Financeiros Mensurados a Valor Justo por meio do Resultado” e (iv) “Disponíveis para a Venda”, com base nas características do instrumento e na intenção da empresa a respeito da utilidade desse item.

O grupo “Empréstimos e Recebíveis” é composto por instrumentos financeiros não derivativos cuja negociação não é realizada por meio de mercados organizados, como, por exemplo, contas a receber, empréstimos concedidos a terceiros e contas a pagar. Possui como característica a presença de pagamentos fixos ou pré-determináveis e a não existência de cotação em mercado ativo. Os “Mantidos até o Vencimento” são definidos como instrumentos financeiros não derivativos cujos pagamentos são fixos ou pré-determináveis, têm sua maturidade fixada e possuem cotação em mercado ativo, todavia a organização possui a capacidade e a intenção de mantê-lo até o vencimento. Devido a não existência de cotação em mercado ativo do primeiro e a não intenção de negociação atrelada ao segundo, esses grupos têm seu reconhecimento e sua mensuração inicial com base em seus valores justos, e, posteriormente, passam a ser mantidos ao custo histórico amortizado tendo a apropriação de seus juros no resultado segundo o regime de competência (IASB, 1995; IASB, 1998).

Os dois últimos grupos, “Ativos e Passivos Financeiros Mensurados a Valor Justo por meio do Resultado” e “Disponíveis para a Venda”, apresentam tanto os instrumentos financeiros não derivativos quanto os derivativos. Além disso, esses grupos são reconhecidos e mensurados pelo valor justo, não somente no momento inicial, mas por todo o período em que

a entidade optou por retê-los. Entretanto, sua principal diferença se refere a intenção da empresa, com os primeiros, a empresa espera, explicitamente, negocia-los no curto prazo, por isso a variação de seu valor justo é reconhecida no resultado, já em relação ao segundo, a organização opta por manter sua discricionariedade em relação ao futuro do investimento, essa incerteza quanto a sua finalidade justifica a contabilização de sua variação no patrimônio líquido. Inclusive, uma peculiaridade desse último é que parte de sua variação passa pelo resultado, a parcela relativa ao custo histórico amortizado, assim como os dois primeiros grupos apresentados, e o restante, devido ao ajuste de seu valor justo, é contabilizado diretamente no patrimônio líquido por meio da Demonstração de Resultado Abrangente (DRA) e, somente, quando realizado que passa a ser reconhecido no resultado (IASB, 1995; IASB, 1998).

Geralmente, o grupo “Ativos e Passivos Financeiros Mensurados a Valor Justo por meio do Resultado” é composto tanto por instrumentos financeiros não derivativos quanto por derivativos cuja intenção é negociação no curto prazo. E os “Disponíveis para a Venda” pelos instrumentos financeiros não derivativos que não foram classificados nos demais grupos, por a entidade ter optado por manter certa discricionariedade em relação a sua intenção de manter ou negociar, e pelos derivativos que se enquadram como *hedge accounting* (IASB, 1995; IASB, 1998).

Em 2007, surge a SFAS 159 – *The Fair Value Option for Financial Assets and Financial Liabilities* (FASB, 2007), a qual permitiu que as empresas optassem pelo reconhecimento de ativos e passivos financeiros a valores mensurados pelo valor justo. Essa escolha contábil surgiu com o objetivo de oferecer as entidades uma forma de mitigar a volatilidade oriunda do uso de um *mix* de métodos de mensuração, ou seja, a volatilidade causada pelo uso de formas diferentes mensuração para ativos e passivos financeiros relacionados, menos complexa que o *hedge accounting*.

Nos últimos anos, entre 2010 e 2014, o IASB buscou revisar sua norma relativa ao reconhecimento e à mensuração de instrumentos financeiros, a IAS 39, assim, em 2014, foi promulgado a IFRS 9 – *Financial Instruments*, que, segundo as previsões do IASB, entrará em vigência a partir de 1 de janeiro de 2018 nos países que adotam as *International Financial Reporting Standards* (IFRS). Esse projeto foi desenvolvido em conjunto com o FASB, visando o alinhamento entre os dois *boards* quanto a classificação, o reconhecimento e a mensuração de instrumentos financeiros, no entanto, diversos elementos propostos pelo IASB, principalmente em relação a utilização do valor justo, geram discordância por parte do FASB, que, por fim, contribuiu, mas optou por não convergir.

Assim, pode-se observar a evolução dos padrões contábeis referentes a instrumentos financeiros em ambos os *boards* nas últimas duas décadas, que partiram de um cenário no qual parte desses ativos e passivos eram mensurados a custo histórico e parte eram itens *off-balance sheet* para um cenário em que o instrumento pode ser reconhecido a custo histórico ou valor justo conforme a sua utilidade para a organização, visando uma representação fidedigna de sua situação patrimonial. Portanto, com base nesse contexto, nas críticas e nos temores decorrentes dessa evolução nos padrões contábeis, surge a motivação dessa pesquisa, que seria verificar se a adoção do valor justo para os instrumentos financeiros classificados no grupo “Ativos e Passivos Financeiros Mensurados a Valor Justo por meio do Resultado” impactou na volatilidade dos resultados contábeis.

2.2 Avaliação a Valor Justo: Volatilidade, Relevância e Confiabilidade

Segundo o *International Financial Reporting Standard 13 (IFRS 13) – Fair Value Measurement* (IASB, 2013), entende-se por valor justo, o preço que se receberia pela venda de um ativo ou se pagaria pela transferência de um passivo em uma negociação não forçada entre os participantes do mercado ativo principal ou do mais vantajoso na data presente ao encerramento das demonstrações contábeis. Após muitos debates, esse passou a ser considerado um valor contábil de saída, que significa o valor que seria recebido pelo egresso de um ativo ou serviço da empresa (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999). Em contraposição ao custo histórico, que é um valor de entrada, o qual se refere ao desembolso provocado pelo ingresso de um ativo ou serviço (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999).

O custo histórico é definido, por Hendriksen e Van Breda (1999), como preço pago pela aquisição ou pela constituição do direito de propriedade e/ou de uso de um ativo somado aos pagamentos necessários para colocá-lo em condições de uso. Essa forma de mensuração apresenta como característica a presença da depreciação, que seria a alocação do custo de aquisição ao longo dos períodos de seu uso (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999).

Como vantagens, vide Quadro 1, a mensuração a custo histórico é tida como mais confiável e a sua aplicação pode ser vista como uma forma de minimizar a discricionariedade na avaliação, pois possui como características a objetividade e a verificabilidade (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999; MARTINS, 2001; GWILLIAM; JACKSON, 2008). Todavia, perante a realidade, o custo histórico possui pouco ou nenhum significado (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999, p. 93; GWILLIAM; JACKSON, 2008). Por exemplo, o custo histórico pode não ser um valor relevante para representar ativos não circulantes e

aqueles que sofrem influências das forças de mercado em cenários nos quais há volatilidade dos preços.

Quadro 1 – Vantagens *versus* Desvantagens do Custo Histórico *versus* Valor Justo

	Custo Histórico	Valor Justo
Vantagens	<ul style="list-style-type: none"> • Maior Objetividade; • Maior Verificabilidade; • Maior Confiabilidade; • Menor Discricionariedade; <p>(GWILLIAM; JACKSON, 2008; HENDRIKSEN; VAN BRED, 1999; MARTINS, 2001).</p> <ul style="list-style-type: none"> • Maior Relevância. <p>(BARLEV; HADDAD, 2003; BEATTY; CHAMBERLAIN; MAGLIOLO, 1996; ECCHER; RAMESH; THIAGARAJAN, 1996; KHUARANA; KIM, 2003; NELSON, 1996).</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Maior Fidedignidade; • Maior Relevância; <p>(BARTH, 2004, 2006; BARTH; BEAVER; LADSMAN, 1996, 1997; DUH; HSU; ALVES, 2012; HODDER; HOPKINS; WAHLEN, 2006; KOONCE; NELSON; SHAKESPEARE, 2011; LANDSMAN, 2007).</p> <ul style="list-style-type: none"> • Preditibilidade.
Desvantagens	<ul style="list-style-type: none"> • Em cenário de preços voláteis, pode ter pouco ou nenhum significado – baixa relevância e não ser uma representação fidedigna. <p>(GWILLIAM; JACKSON, 2008; HENDRIKSEN; VAN BRED, 1999).</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Maior Discricionariedade; • Maior Subjetividade; <p>(BARTH, 2006)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Menor Confiabilidade; <p>(BARTH, 2004)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Recessão e Recuperação Econômica ↳ Preço pode exceder os valores fundamentais – reduz relevância e fidedignidade. <p>(BARTH, 2004; CHIQUETO et al.; 2015; HODDER; HOPKINS; WAHLEN, 2006; WILSON et al.; 2010).</p>

Fonte: Elaborado pelo autor.

Assim, conforme o Quadro 1, normalizadores e outros *stakeholders* acreditam que o valor justo fornece informações mais relevantes aos usuários das demonstrações financeiras (BARTH, BEAVER, LADSMAN, 2001; BARTH, 2004). Barth (2006) conclui que a mensuração a *fair value* traz maior relevância para a informação contábil, uma vez que essa metodologia torna as demonstrações contábeis mais fidedignas, ou seja, essas passam a refletir a realidade econômica do negócio com maior fidelidade e, destarte essa informação passa a desempenhar com maior eficiência seu papel de dar apoio ao usuário em suas decisões econômicas. Entretanto, esse método de avaliação amplia o poder discricionário dos gestores sobre a informação contábil, uma vez que pode facilitar a realização de alguma prática de gerenciamento de resultados devido à existência de assimetria de informação entre usuários internos e externos e à possibilidade de utilização de subjetividade no processo de avaliação.

Na literatura sobre *value relevance* pode-se encontrar os achados de Barth, Beaver e Landsman (1996), Landsman (2007) e Koonce, Nelson e Shakespeare (2011) que corroboram com essa afirmação de Barth (2006). Todavia, essa mesma literatura também apresenta os estudos de Beatty, Chamberlain e Magliolo (1996), Eccher, Ramesh e Thiagarajan (1996), Nelson (1996), Barlev e Haddad (2003) e Khurana e Kim (2003), e que verificaram que o custo histórico era mais útil aos usuários em seus processos de apreciação das ações. Além de trabalhos sobre *risk-relevance*, como Arouria et al. (2012), que encontraram que a volatilidade dos ganhos e perdas não realizados referentes a instrumentos financeiros, em razão da aplicação do *fair value*, não afetavam significativamente o preço das ações. Já Hodder, Hopkins e Wahlen (2006) e Duh, Hsu e Alves (2012) concluíram que a volatilidade do valor justo de instrumentos financeiros foi relevante para o mercado acionário de bancos.

Inclusive, Bratten, Causholli e Khan (2016) afirmam que a predictibilidade é uma qualidade associada com a mensuração a valor justo e que quanto mais confiáveis forem as estimativas de valor justo maior será o seu poder preditivo. Ao examinarem uma amostra de *holdings* bancárias, verificaram que os ganhos e perdas não realizados ocasionados pela variação do valor justo associados a títulos disponíveis para a venda estão associados positivamente com resultados futuros, apresentado um poder preditivo de um a dois anos à frente do momento de reconhecimento contábil dos montantes, inclusive durante o período da crise do subprime. Todavia, ganhos e perdas não realizados oriundos de operações com derivativos classificadas como hedges de fluxo de caixa apresentaram uma associação negativa com os resultados futuros.

Como desvantagens da mensuração pelo valor justo, Barth (2004) aponta que esse método possui uma menor confiabilidade em suas estimativas em relação ao custo histórico, pois esse último é objetivo e verificável enquanto que o primeiro, somente, será conhecido e seguro uma vez que a transação de fato ocorrer e tal valor se tornar efetivo. Segundo a SFAS 157 (FASB, 2006) e a IFRS 13 (IASB, 2013), o valor justo pode ser estimado com base em *inputs* que devem respeitar uma hierarquia da confiabilidade da informação a valor justo.

Dessa forma deve-se dar preferência as informações do Nível 1, que correspondem a preços cotados em mercados ativos para itens idênticos, ou seja, dados oriundos da percepção de terceiros em circunstâncias normais de negociação, em relação as informações do Nível 2 e 3 (FASB, 2006; IASB, 2013). Que os preços observáveis no mercado de forma direta ou indireta em mercados não ativos e/ou para itens semelhantes, que compõem o Nível 2 e, conseqüentemente, são preferíveis as informações do Nível 3 (FASB, 2006; IASB, 2013). E caso não seja possível obter e utilizar os demais dados, adota-se o Nível 3, que são dados não

observáveis no mercado, os quais devem ser utilizadas somente quando não houver fonte mais confiável, pois englobam as percepções subjetivas dos gestores da empresa (FASB, 2006; IASB, 2013).

Assim há a possibilidade de haver discricionariedade em seu cálculo, quando não houver mercado ativo para capturar informações do Nível 1 na hierarquia do valor justo, por parte dos elaboradores das demonstrações contábeis. Contudo, Barron, Chung e Yong (2016) constataram que os ganhos e perdas não realizados advindos das variações do justo valor calculado por meio de inputs do Nível 3 estavam positivamente associados ao desempenho futuro das empresas da amostra, sendo capazes de reduzir a incerteza sobre resultados futuros e pequenos erros preditivos.

O processo de mensuração a valor justo por meio de valores de mercado encontra obstáculos em períodos de recessão econômica e de recuperação econômica, quando muitos mercados podem ser ilíquidos. Inclusive, durante a recuperação, os preços de mercado podem exceder os valores fundamentais, de forma a inflar artificialmente os lucros dos bancos. Consequentemente, essas imprecisões na avaliação têm implicações para o risco individual do banco e para a estabilidade do sistema financeiro (BARTH, 2004; HODDER; HOPKINS; WAHLEN, 2006; WILSON et al; 2010).

Chiqueto et al. (2015) analisaram essa relação para títulos de investimento de bancos brasileiros no período da crise financeira, de 2007 a 2010, e constataram que o valor justo foi mais relevante que o custo histórico amortizado, todavia essa relevância e fidedignidade associada ao valor justo se declinam em períodos de crise, o que é explicado pela maior dificuldade em estimar o valor justo de forma confiável e objetiva durante esse período, o que indicaria um aumento no nível de subjetividade utilizado nesses cálculos. Já Jung (2014), testou a relevância de títulos lastreados em hipotecas e outros títulos de dívida de *holdings* bancárias, no período de 2001 a 2010, e concluiu que os ganhos e perdas não realizados devido a variação do valor justo não são relevantes, passando a adquirir relevância somente no período da crise do subprime. Jung (2014) justifica que isso pode ocorrer uma vez que os investidores não confiam nas estimativas de valor justo para esses títulos devido a iliquidez de seus mercados, já em momentos de crise, esse método de mensuração pode se tornar mais relevante pois os bancos passam a antecipar a liquidação desses títulos ilíquidos. Chiqueto et al. (2015) também não encontraram relevância para os ganhos e perdas não realizados, alegando que isso pode ter relação com o fato de que essas variações não são dedutíveis ou tributáveis segundo o regime fiscal brasileiro vigente.

Barth (2004) chama a atenção, principalmente, para o provável aumento da volatilidade do lucro contábil em relação a outros métodos de mensuração, visto que o uso de valores de mercado nas demonstrações contábeis pode auferir a inconstância do mercado aos montantes contábeis. Devido a junção desses fatores, os normalizadores e usuários preocupam-se com o impacto do erro de estimação sobre a volatilidade das demonstrações financeiras.

O custo histórico é menos volátil que o valor justo por definição, já que os valores das demonstrações financeiras baseados no valor justo mudam mais de período-a-período do que aqueles baseados no custo histórico (BARTH, 2004). Em outras palavras, um sistema de contábil baseado na mensuração a valor justo, espera-se o reconhecimento de montantes que se alterem a cada período. Essa perspectiva ocorre pois, supondo que o valor justo deva refletir o fluxo de caixa futuro esperado, qualquer mudança nas expectativas dos participantes do mercado relativa a esse fluxo deverá afetar o valor justo do item avaliado. Assim os montantes reconhecidos nas demonstrações contábeis por esse sistema são sensíveis a percepção de risco por parte do mercado.

Já em um sistema baseado no custo histórico, os montantes contábeis variam muito pouco de período-a-período, somente devido a depreciações, exaustões e amortizações (que são alocações arbitrárias temporais de valor), perdas e baixas, de forma a serem menos voláteis por não ser impactados pelas impressões dos agentes do mercado.

No entanto, é importante compreender que a volatilidade dos montantes presentes nas demonstrações financeiras por si só não é uma indicação de que esses relatórios são falhos, o mundo é um lugar volátil e, assim, a volatilidade desses valores deve ser esperada. Os defensores do uso de valores de mercado como base de mensuração na contabilidade costumam apontar que o uso de valores baseados no custo histórico pode gerar informações contábeis menos voláteis, mas que essa prática resulta no mascaramento dessas informações por não evidenciarem a volatilidade econômica subjacente presente no mercado, ou seja, não representarem um retrato real de um fenômeno econômico que seja completo, neutro e livre de erro, não condizente com a representação fidedigna da realidade (BARTH, 2004).

Contudo, os fornecedores de capital precificam seu custo de oportunidade por meio de sua percepção do risco, o qual é estimado com base na informação disponível pela demandante por recursos, de tal modo que o custo de capital de uma entidade aumenta à medida em que aumenta o risco percebido, o que pode decorrer do aumento da volatilidade de seus fluxos esperados de caixa futuro. Esse processo de precificação do risco não inclui somente o risco sistemático, mas também o risco não sistemático, como por exemplo o risco da informação, que é inerente a existência de assimetria de informação, pois esse seria a incerteza existente a

respeito dos parâmetros de avaliação dos ativos subjacentes (BARRY; BROWN, 1985, 1986; EASLEY; O'HARA, 2003).

Por outro lado, Sloan (1996), Xie (2001) e Barth e Hutton (2004) identificaram evidências de que os investidores não entendem completamente os montantes contábeis e/ou não conhecem todo o seu potencial explicativo, uma vez que não sabem interpretar a informação disponível. Esse seria um ponto de vista que corroboraria para a não influência do risco, decorrente da volatilidade dos fluxos esperados, no processo de apreçamento de ações pelo mercado verificado por alguns estudos de *risk-relevance*, como Arouria et al. (2012).

Além disso, muitas vezes, algumas informações que seriam relevantes ao processo de tomada de decisão não estão disponíveis publicamente, assim essa assimetria informacional, sobre os riscos inerentes as atividades econômicas da empresa, entre os gestores e o mercado contribuiria para equívocos nas análises de riscos e nas apreciações de ativos e para um aumento na percepção do risco de informação presente nas relações do mercado.

Deste modo, caso as demonstrações financeiras exagerarem na evidenciação da volatilidade econômica, é possível que os investidores e outros usuários da informação superestimem equivocadamente, devido a não saberem interpretar adequadamente a informação, um prêmio pelo risco (custo de oportunidade) com base em um custo de capital superior ao que seria justificável pelo cenário econômico enfrentado pela entidade. Segundo o *The Conceptual Framework for Financial Reporting* (IASB, 2011), o objetivo das demonstrações financeiras é fornecer informações úteis para que os usuários primários possam tomar suas decisões ligadas ao fornecimento de recursos a entidade. No entanto, esses usuários devem possuir conhecimento suficiente para serem capazes de interpretar e utilizar tais informações reconhecidas e evidenciadas como base para suas análises e exigências.

Por exemplo, após analisarem a relação entre o retorno das ações de instituições financeiras durante a crise e a adoção do reconhecimento a valor justo para passivos orientado pela SFAS 159, Couch e Wu (2016) concluíram que os adotantes dessa prática obtiveram retornos anormais negativos, o que sugere que os agentes do mercado não estão fazendo uso dessas informações contábeis em seu processo de análise e precificação de ações, o que pode ser um indício de que tais agentes não sabem interpretar e, conseqüentemente, fazer uso dessas informações contábeis. O que corrobora com a argumentação de Barth (2004) quanto a importância dos agentes conhecerem todo o potencial informacional do valor justo reconhecido e evidenciado nas demonstrações financeiras.

Portanto, como a volatilidade é algo inerente as relações econômicas, seria importante aos usuários trazê-la das atividades da entidade às demonstrações financeiras, por meio do

reconhecimento de montantes mensurados ao valor justo, de forma a tornar a informação contábil mais relevante e fidedigna a realidade, almejando evidenciar aos usuários a variância dos resultados da empresa buscando auxiliá-los em suas análises de riscos e processos de apuração dos ativos, desde que esses usuários saibam interpretar e utilizar tais informações. Então, faz-se necessária a capacitação dos usuários da informação para que esses entendam os montantes presentes nas demonstrações, saibam interpretá-los, adaptá-los a suas necessidades e utilizá-los em suas avaliações e processos de tomada de decisão. Para que isso seja possível, o conjunto de conhecimentos a ser adquirido pelos usuários deveria compreender as fontes possíveis de volatilidade da informação contábil por motivo do valor justo reconhecido, qual a importância de cada uma dessas fontes, quais de fato representam o risco da atividade da entidade e como lidar com aquelas que são provenientes de anomalias do sistema contábil e de erros de estimativas (BARTH, 2004).

A volatilidade oriunda do reconhecimento de montantes mensurados a valor justo pode ser classificada em três categorias de acordo com a origem de cada uma: a volatilidade inerente, a volatilidade oriunda de erros de estimação e a volatilidade oriunda do uso de um *mix* de métodos de mensuração (BARTH, 2004). As duas primeiras categorias são relacionadas a um ativo ou um passivo individual, enquanto que a última é um efeito combinado da contabilização de ativos e passivos por métodos de mensuração diferentes.

A primeira categoria, a volatilidade inerente, deriva diretamente da atividade da entidade durante o período e da evolução das condições do cenário econômico, seria a variação do valor de um item patrimonial ao longo dos períodos devido às expectativas dos agentes do mercado. Ou seja, esse valor é uma variável aleatória com desvio-padrão diferente de zero, e essa variação representa o risco da atividade econômica exercida, a volatilidade econômica que as demonstrações financeiras deveriam realmente refletir para seus usuários e não um problema contábil por si só (BARTH, 2004).

Há quem argumente contra o reconhecimento do valor justo desses itens ao afirmar que o reconhecimento de um ganho ou uma perda econômica devido à variação desse valor em um determinado período pode induzir os usuários ao erro em seu processo de tomada de decisão. Todavia, os usuários dessa informação deveriam ser conscientizados afim de entender que, para valores justos altamente voláteis, ganhos ou perdas reconhecidos em um período específico, provavelmente, não possuem poder preditivo, essa informação pode, simplesmente, representar uma situação de variância da distribuição das expectativas do mercado, transmitir uma informação de risco a respeito desse item. Tanto a informação de ganho ou perda reconhecida quanto a de variância, risco, podem ser importantes para as análises dos usuários.

Contudo, muitas vezes os elaboradores das demonstrações contábeis não observam diretamente o valor extrínseco de um ativo ou passivo, tendo assim que estimá-lo, o que não garante que o valor a ser estimado, com base nas expectativas de fluxos de caixa futuros, de fato se concretizará, pode haver erros nas variáveis utilizadas nesse cálculo. Ou mesmo, se a entidade atua em diversos mercados diferentes, há a possibilidade de que esse item possua valores de mercado diferentes, nesse caso, o IFRS 13 (IASB, 2013) orienta que os elaboradores optem pelo mercado mais vantajoso para essa entidade na hora de estimar qual será o valor justo reconhecido, porém o mercado mais vantajoso não será necessariamente o mercado ao qual tal entidade irá efetivamente transacionar esse item. Portanto, é factível o valor justo reconhecido não equivaler ao real valor justo naquele período, nesses casos haverá um erro de estimação, o que é um natural e inevitável subproduto do processo de estimação do valor justo, porque mesmo que as variáveis utilizadas nesse processo sejam imparciais é provável que os fluxos de caixa futuros efetivos se difiram do valor calculado (BARTH, 2004).

$$X = x + \varepsilon$$

X: Valor justo reconhecido para um ativo ou passivo nas demonstrações contábeis.

x: Valor justo real de um ativo ou passivo.

ε : Erro de estimação do valor justo reconhecido.

Esse erro de estimação também poderá variar de período a período de forma a impactar a volatilidade do valor justo reconhecido (BARTH, 2004). Em um cenário hipotético, cuja média desse erro é igual a zero, o valor justo reconhecido seria imparcial em uma análise de longo prazo. Já em um cenário mais complexo, o que provavelmente seria mais próximo da realidade, em que a média desse erro é diferente de zero, o valor justo reconhecido não seria imparcial, ou seja, a natureza do erro afetaria a especificação da volatilidade do erro estimado. Uma das razões para essa falta de imparcialidade do valor justo mensurado e reconhecido poderia ser o uso de modelos de estimação genéricos, pouco especificados, que buscam uma aproximação com a realidade sem se apoiar em características específicas dos bens avaliados (BARTH, 2004). Outro ponto seria o desconhecimento dos efetivos fluxos de caixa futuros, em outras palavras, as estimativas são baseadas em expectativas gerando assim resultados incertos.

No caso em que o valor justo reconhecido foi obtido por meio de valores de mercado, como no exemplo da escolha do mercado de atuação mais vantajoso da entidade, a volatilidade do erro de estimação poderá ser pequena em relação aos casos em que o valor justo é obtido por meio de estimativas, possivelmente contendo subjetividades, pois tal volatilidade deve refletir a precisão dessas estimativas.

O terceiro tipo de volatilidade, a volatilidade oriunda do uso de um *mix* de métodos de mensuração, surge porque o sistema contábil amplamente aceito na atualidade não apresenta um objetivo comum de mensuração para todos os ativos e passivos. Esse sistema mistura métodos diversos de mensuração para ativos e passivos com especificidades diferentes: parte recebe orientação para a mensuração a custo histórico, parte a valor justo, alguns ao menor valor entre custo histórico e o valor realizável líquido e outros, ainda, não são inteiramente reconhecidos (*off balance-sheet*). Como resultado desse sistema, os efeitos dos eventos econômicos não são totalmente reconhecidos nas demonstrações financeiras (BARTH, 2004).

Por exemplo, supondo uma entidade em que parte dos ativos seja avaliada a valor justo enquanto que os passivos são pré-fixados, em sua maioria, são avaliados a custo histórico ou a custo histórico amortizado, de forma que quando a taxa de juros da economia variar, o valor extrínseco dos ativos e passivos variará também, entretanto somente a mutação do valor dos ativos a valor justo será representada nas demonstrações contábeis (BARTH, 2004). O efeito econômico sobre os passivos pré-fixados avaliados a custo histórico amortizado não será reconhecido, ou seja, somente uma parte do efeito desse evento econômico, variação da taxa de juros, será reconhecido pelas demonstrações primárias. Caso todos os ativos e passivos fossem avaliados a valor de mercado, uma alteração na taxa de juros afetaria a todos itens reconhecidos pela empresa e seu resultado representaria unicamente as volatilidades descritas anteriormente, a volatilidade inerente e a volatilidade oriunda do erro de estimação. Contudo, o fato de haver formas distintas de mensuração reconhecidas, causará um impacto na volatilidade do resultado por meio da volatilidade oriunda do uso de um *mix* de métodos de mensuração (BARTH, 2004).

Assim pode-se verificar que esse terceiro tipo de volatilidade é um efeito diretamente relacionado a artifícios contábeis empregados pelo sistema vigente, não representando nenhum tipo de risco inerente as decisões vinculadas a atividade da empresa (BARTH, 2004).

Esse último tipo de volatilidade, não possui relação direta com a relevância nem com a representação fidedigna. Apesar de presumivelmente os normatizadores optarem pelo método de mensuração que concluem ser a melhor combinação entre as características qualitativas fundamentais da informação para um ativo ou passivo individual, o misto de diversos métodos de mensuração geralmente pode comprometer a relevância e a fidedignidade dos valores agregados, como o lucro líquido (BARTH, 2004). Esse problema é um dos motivadores do desenvolvimento de artifícios contábeis para mitigar o efeito das especificidades do sistema contábil sobre a volatilidade dos valores agregados das demonstrações financeiras. Por exemplo, o *hedge accounting* e o reconhecimento a valor justo de instrumentos financeiros mantidos para negociação são mecanismos da IAS 39 projetados como uma alternativa para

reduzir a volatilidade oriunda do uso de um *mix* de métodos de mensuração e para melhorar a sensibilidade das medidas de risco firmes para a volatilidade dos lucros (BARTH, 2004; DUH; HSU; ALVES, 2012).

A volatilidade do erro de estimação está relacionada com a confiabilidade, pois essa variação captura a verificabilidade, um elemento da confiabilidade, sendo que quanto menor a variância do erro, maior a confiabilidade do valor reconhecido, melhor ele representa aquilo que ele se propõe a representar. A característica da confiabilidade foi retirada da última versão aprovada do *Conceptual Framework for Financial Reporting* (IASB, 2011), porém esse conceito compõe a definição da característica qualitativa fundamental da representação fidedigna, ou seja, a informação contábil deve refletir fielmente o fenômeno econômico ao qual ela se propõe a representar, buscando maximizar três atributos cruciais: a neutralidade, a completude e a ausência de erros (IASB, 2011).

Já a volatilidade inerente está relacionada diretamente às duas características qualitativas fundamentais da informação. Quanto mais alta a volatilidade inerente do valor justo de um ativo ou passivo, maior a relevância dessa informação, isso ocorre, pois, nessa situação, maior será a dificuldade de prever o valor do item em qualquer ponto do tempo, o que aumentaria o potencial do valor justo do período corrente de fazer a diferença para os usuários em suas decisões econômicas. Portanto, preocupações sobre volatilidade nas demonstrações financeiras não devem ser confundidas com as preocupações de que esses valores reconhecidos não sejam úteis aos para os usuários da informação (BARTH, 2004).

Dessa forma, pode-se constatar que tanto o custo histórico como o valor justo apresentam vantagens e desvantagens em seu uso para mensuração, não havendo assim um consenso sobre suas aplicações. Contudo, observa-se que a literatura elege o valor justo como um método mais fidedigno para representar itens suscetíveis a incertezas inerentes ao mercado e cuja finalidade seja explorar as expectativas de mercado, como por exemplo ativos e passivos disponíveis para a venda, de forma a melhor representar as intenções das organizações por meio das demonstrações financeiras (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 1996, 1997; BARTH, 2004, 2006; HODDER; HOPKINS; WAHLEN, 2006; LANDSMAN, 2007; KOONCE; NELSON; SHAKESPEARE, 2011; DUH; HSU; ALVES, 2012).

Todavia, a representação das alterações das expectativas de mercado podem provocar o que seria uma das maiores críticas a mensuração a valor justo: o reconhecimento de ganhos e perdas não realizados decorrentes de ajustes do valor justo podendo causar assim a volatilidade dos resultados contábeis (BARTH; LANDSMAN; WAHLEN, 1995; BARTH, 2004; HODDER; HOPKINS; WAHLEN, 2006; SONG, 2008; ZHANG, 2009; WILSON et al.; 2010;

FIECHTER, 2011; DUH; HSU; ALVES, 2012; ; CHIQUETO et al.; 2015). Essa, possível, volatilidade pode ser em parte a responsável pela característica de fidedignidade do valor justo, quando é inerente a atividade econômica da organização, e em parte um efeito artificial provocado por erros de estimação e pela mistura de métodos de mensuração por parte das políticas contábeis adotadas pela empresa (BARTH, 2004). Assim, partindo-se da premissa da fidedignidade do valor justo para a mensuração do grupo de instrumentos financeiros classificados como “Ativos e Passivos Financeiros Mensurados a Valor Justo por meio do Resultado”, almeja-se averiguar se o valor justo impactou significativamente a volatilidade dos resultados contábeis.

2.3 Estudos Anteriores sobre a Volatilidade decorrente da mensuração a Valor Justo de Instrumentos Financeiros

Duas vertentes podem ser observadas na literatura que examina a impacto da mensuração a valor justo sobre a volatilidade dos resultados, parte da literatura analisa essa relação sob a lente da suavização dos lucros, apresentando a ideia de que instrumentos financeiros são normalmente utilizados como mecanismos de alisamento dos resultados e que o reconhecimento de seu valor justo reduziria a volatilidade (BARTON, 2001; PINCUS; RAJGOPAL, 2002; KILIC et al., 2013; CHOI; MAO; UPADHYAY, 2015), enquanto que a outra parte está preocupada com incursão dos riscos presentes no mercado nos valores contábeis reconhecidos, discutindo suas consequências e buscando entender qual a percepção de risco dos usuários a respeito dessas novas informações contábeis (BARTH; LANDSMAN; WHALEN, 1995; SONG, 2008; ZHANG, 2009; FIECHTER, 2011; DUH; HSU; ALVES, 2012).

Discussões a respeito das consequências de uma normatização que orientasse o uso do valor justo para instrumentos financeiros ocorreram nas últimas duas décadas. Há o argumento de que a adoção do valor justo para instrumentos financeiros provoca o reconhecimento de perdas excessivas, criando um cenário de incerteza em relação à qualidade dos ativos detidos pelas instituições financeiras durante períodos de crise financeira (WILSON et al., 2010). No entanto, outros afirmam que na prática muitos ativos continuam a ser avaliados por valores históricos, o que reduz a transparência e a incerteza, e defendem que o valor justo reflete o valor de mercado dos ativos e passivos permitindo que os investidores exerçam a disciplina de mercado sobre tais instituições (BARTH, 2004; HODDER; HOPKINS; WAHLEN, 2006; WILSON et al., 2010).

Mas a mais polêmica das argumentações seria que a contabilização a valor justo teria efeitos pró-cíclicos, pois o uso desse método de mensuração provoca um excesso de volatilidade aos valores reconhecidos de ativos e passivos, consequentemente, impactando a volatilidade dos resultados das demonstrações financeiras (TAYLOR; GOODHART, 2004; ALLEN; CARLETTI, 2008; PLANTIN; SAPRA; SHIN, 2008; RYAN, 2008; LAUX; LEUZ, 2009; WILSON et al., 2010). Que em períodos de reconhecimento de grandes perdas pontuais não realizadas, devido a hedges inicialmente ineficazes ou a especulações inicialmente sem sucesso, poderiam refletir nas demonstrações um risco momentâneo que poderia não ser traduzido com incapacidade de atender aos compromissos futuros, risco de insolvência, caso essas transações obtivessem resultados realizados positivos ao serem concluídas (ALLEN; CARLETTI, 2008).

No entanto, Xie (2016) refuta essa ideia de pró-ciclicidade do valor justo com base em sua relevância para os credores, um dos grupos que compõe os usuários primários da informação contábil. Ao analisar as decisões de concessão de crédito por *holdings* bancárias relativas a pedidos de hipotecas residenciais no período entre 1997 e 2012, que compreende dois ciclos econômica, constatou que a contabilização a valor justo não contribui para a pró-ciclicidade do crédito bancário. Essa conclusão é justificada por Xie (2016) pela constatação de que, em períodos expansionistas, a *risk free* aumenta acometendo no reconhecimento de perdas não realizadas, já em momentos de recessão econômica, a *risk free* cai provocando o reconhecimento de ganhos não realizados, além disso, o autor afirma que ganhos e perdas não realizados não afetam as decisões de concessão de crédito.

2.3.1 Reconhecimento de Instrumentos Financeiros Mensurados a Valor Justo como Causador da Volatilidade dos Resultados Contábeis

Motivados por esses debates constantemente presentes no mercado, Barth, Landsman e Whalen (1995) realizaram um estudo empírico, em 1995, visando analisar as possíveis consequências, relativas a volatilidade, transgressões ao capital regulatório e impacto de mudanças na taxa de juros sobre as expectativas de fluxos de caixa futuros, caso o valor justo de títulos fosse reconhecido nas demonstrações financeiras primárias. Para isso utilizaram uma amostra de dados anuais, compreendendo o período de 1971 a 1990, de 137 bancos presentes no *Compustat Annual Bank Tape* em 1990. E uma vez que os instrumentos financeiros não eram reconhecidos a valor justo durante esse período de análise, Barth, Landsman e Whalen (1995) estimaram esses valores dos títulos de investimento e os seus decorrentes ganhos e perdas não realizados para que fosse possível realizar esses testes.

O efeito da variação do valor justo de instrumentos financeiros sobre a volatilidade dos resultados foi verificado por meio de um modelo estatístico que relacionava a variável endógena “variância do lucro líquido acrescido dos ganhos e perdas não realizados” em consequência da mensuração de instrumentos financeiros a valor justo com as variáveis exógenas “variância do lucro líquido com instrumentos financeiros a custo histórico amortizado”, “variância dos ganhos e perdas não realizados” causados pela variação do valor justo de instrumentos financeiros e duas vezes a covariância dessas duas variáveis (BARTH; LANDSMAN; WAHLEN, 1995). Assim a volatilidade dos resultados poderia ser afetada pelo valor justo por meio da volatilidade dos ganhos e perdas oriundos desse método de avaliação, da correlação entre a volatilidade desses ganhos e perdas com a volatilidade do lucro líquido baseado na mensuração a custo histórico amortizado e do sinal dessa correlação.

Dessa forma constataram que o valor justo afetou a volatilidade dos resultados, contudo essa volatilidade incremental não afetou o apreçamento das ações por parte dos usuários da informação. Barth, Landsman e Whalen (1995) também verificaram que a contabilização a valor justo violaria mais frequentemente os requisitos de capital regulatório que a contabilização a custo histórico, para o período analisado. E que mudanças nas taxas de juros, que resultam em alterações do valor justo mensurado para instrumentos financeiros, são refletidas nos preços das ações dos bancos.

Posteriormente a esses pesquisadores, surgiram alguns outros que pesquisaram a volatilidade decorrente da aplicação do valor justo sob o mesmo tipo de argumentação, como Song (2008), Zhang (2009), Fiechter (2011) e Duh, Hsu e Alves (2012).

Zhang (2009) examinou o efeito da gestão de riscos de entidades não-financeiras norte-americanas mediante a alterações em três tipos de risco, risco de taxa de juros, risco cambial e risco do preço de commodities, sobre a volatilidade do lucro e a volatilidade do fluxo de caixa ao longo do tempo, entre 1996 e 1999, após a adoção da SFAS 133. Para isso, o pesquisador analisou separadamente as entidades que apresentaram operações com derivativos caracterizadas como hedges eficazes, pois reduziram a exposição ao risco inerente, e as que apresentaram operações caracterizadas como hedges ineficazes ou especulações, pois não alcançaram o objetivo de diversificação do risco.

Aquelas que possuíam hedges ineficazes ou especulações apresentaram reduções significativas nos três tipos de risco, o que pode sinalizar alterações nos incentivos da organização em relação a realização de tais operações, já para aquelas cujos hedges eram eficazes não foram encontradas mudanças significativas. Em consonância com essas alterações na exposição de risco encontradas, Zhang (2009) encontrou que, após a adoção da SFAS 133,

a volatilidade do fluxo de caixa para as empresas cujo hedge era ineficaz diminuiu significativamente em relação às empresas do outro grupo. Todavia, não encontrou evidências de alterações significativas na volatilidade dos lucros para nenhum dos grupos analisados, justificando que esse resultado pode ser consequência de uma melhora na gestão de risco de suas carteiras de derivativos por parte das empresas cujo hedge era ineficaz após a adoção da SFAS 133 (ZHANG, 2009).

Ao examinar os dados financeiros divulgados por 222 bancos de 41 países para o período entre janeiro de 2006 e dezembro de 2007, pelas demonstrações financeiras de 2007, Fiechter (2011) averiguou que, diferentemente da literatura anterior que associa altos níveis de volatilidade com a contabilidade a valor justo, os bancos que aplicam essa metodologia de mensuração apresentam menor volatilidade dos lucros do que outros bancos que não a adotaram. Isso se deve a característica opcional da aplicação do valor justo, de forma que os bancos aproveitam da flexibilidade contábil para realizar escolhas contábeis vantajosas que deduzam artificialmente a volatilidade de seus lucros (FIECHTER, 2011).

Para isso, o pesquisador utilizou um modelo de regressão linear de mínimos quadrados ordinários (MQO), com dados em *cross-section*, em que a variável endógena desvio-padrão dos lucros trimestrais, do primeiro trimestre de 2006 ao último de 2007, é explicada pela variável exógena de interesse “*dummy* quanto a aplicação do valor justo com o intuito de amenizar o descasamento contábil” e variáveis de controle quanto à estrutura específica do balanço, às características operacionais do banco e às diferenças específicas de cada país.

A estrutura específica do balanço foi representada pelo indicador médio da relação dos ativos mantidos para negociação pelos passivos mantidos para negociação, por ativos médios ponderados pelo risco, pela *dummy* relativa a utilização do *hedge accounting* de acordo com o IAS 39 e pelo indicador médio da relação dívidas com ativos. As características operacionais dos bancos foram representadas pela *dummy* relativa a realização de operações regionais, pela *dummy* valendo 1 caso a atividade principal do banco seja a concessão de empréstimos e pela medida de risco de mercado das ações (desvio-padrão anualizado dos retornos diários das ações do período amostral) e pela medida de risco cambial (desvio-padrão anualizado das variações diárias da taxa de câmbio, calculada pela relação da moeda local em relação ao dólar americano). As diferenças específicas de cada país são identificadas pela *dummy* para a identificação do país ao qual a instituição pertence e o termo de erro. Diferentemente da literatura anterior, adotou os valores reconhecidos de ganhos e perdas a valor justo como *proxy*, e não o valor evidenciado em notas explicativas ou estimado pelos pesquisadores (FIECHTER, 2011).

Além disso, Fiechter (2011) constatou empiricamente que um banco pode influenciar a volatilidade de seus resultados por meio de escolhas contábeis relativas a forma de classificação e, conseqüentemente, de mensuração pelas quais seus instrumentos financeiros serão reconhecidos. Ao comparar estatísticas encontradas para as variáveis de aplicação do valor justo para instrumentos financeiros com o *hedge accounting*, Fiechter (2011) percebeu que o coeficiente relativo ao valor justo apresenta uma significância e uma magnitude superiores ao do *hedge accounting*, concluindo assim que esse resultado pode sugerir que o uso do valor justo visando reduzir divergências contábeis é uma ferramenta mais eficaz para reduzir a volatilidade dos resultados do que o *hedge accounting*.

A qualidade regulatória do país, a natureza passiva ou ativa do item mensurado, o tamanho dos bancos e se pertence ou não ao Oriente Médio influenciariam a decisão de adotar o reconhecimento de instrumentos financeiros avaliados a valor justo, de acordo com Fiechter (2011). Já as variáveis quanto a ser auditado por uma Big 4, o endividamento e a atividade operacional predominante realizada pelos bancos também foram testadas em relação a essa decisão, todavia obtiveram uma estatística explicativa não significativa.

Também sob a ótica do IAS 39, Gebhardt, Reichardt e Wittenbrink (2004) compararam o impacto de mudanças na taxa de juros da economia sobre demonstrações financeiras bancárias que simulavam a contabilização de instrumentos financeiros reconhecidos e mensurados a valor justo com demonstrações a valores históricos. Dessa forma, mostraram que, mesmo realizando operações de hedge, os lucros relatados pelos bancos reportariam volatilidade, que o *hedge accounting* não se apresenta como uma boa solução para evitar esse impacto sobre os resultados, já que é somente um artifício contábil para mitigar, até que a operação se encerre, o reconhecimento de ganhos e perdas do valor justo pelo resultado do exercício e que a informação de risco, variância, é apresentada no resultado abrangente. E, concluíram que somente a mensuração a valor justo poderia transmitir o risco econômico subjacente e permitiria a comparabilidade entre as demonstrações de instituições bancárias diferentes. Posteriormente, Enria et al. (2004), pelo European Central Bank, dão continuidade ao trabalho de Gebhardt, Reichardt e Wittenbrink (2004) de examinar esses efeitos, mas dessa vez não somente sob flutuações na taxa de juros, mas também simulando alterações no risco de crédito e no risco de mercado, assim confirmando os achados de Gebhardt, Reichardt e Wittenbrink (2004) ao constatarem que as informações a valor justo são as que melhor reportariam aos usuários a real consequência econômica das transações financeiras realizadas e que o valor justo conferiria maior tempestividade às demonstrações.

Com a aplicação da SFAS 159, que permitia o reconhecimento de determinados instrumentos financeiros pela sua mensuração a valor justo, Song (2008) buscou testar se após a adoção do valor justo houve uma redução na volatilidade dos lucros, todavia, ao analisar os resultados trimestrais do ano de adoção inicial para *holdings* bancárias, não encontrou estatísticas significativas que comprovassem empiricamente essa redução. Para essa análise, Song (2008) realizou um teste-F para comparar os desvios-padrão de um lucro sem ganhos e perdas não realizados devido ao valor justo com de um lucro com esses ganhos e perdas não realizados.

Uma vez que o FASB passou a permitir essa forma de contabilização devido as empresas que apresentavam alta volatilidade dos resultados e as que possuíam muitas operações de hedge, Song (2008) também buscou analisar as características das organizações que optaram por aderir a SFAS 159 de forma a verificar se elas se enquadravam no público alvo dessa norma ou se a adotaram devido a um comportamento oportunístico. As características cujas estatísticas mostraram-se significativas, ou seja, são mais propensas a adotar essa forma de reconhecimento os bancos que: realizam operações com derivativos, possuem títulos mantidos para negociação em posição de perdas ou apresentam lucros trimestrais a baixo dos lucros das organizações *benchmark* do seu setor. Com base nesses resultados, Song (2008) afirmou que foram mais propensos a adotar essa nova prática os bancos que precisavam reestruturar seus portfólios devido a perdas e aqueles que almejavam gerenciar seus resultados por meio de escolhas contábeis permitidas pelas normas vigentes.

E por fim, Song (2008) testou a utilidade da informação de ganhos e perdas não realizados oriundos da avaliação de instrumentos financeiros a valor justo por modelos de *value-relevance*, assim encontrando que as perdas não realizadas são apreciadas pelos agentes de mercado, enquanto que os ganhos não realizados não o são, o que seria justificado por um comportamento conservador por parte dos usuários da informação contábil em seu processo de tomada de decisão quanto a possíveis investimentos.

Duh, Hsu e Alves (2012) analisaram o impacto da adoção do IAS 39, ocorrida em 2005, por bancos comerciais não-norte-americanos listados nos Estados Unidos sobre a volatilidade de seus resultados contábeis, identificando assim um acréscimo na volatilidade dos resultados devido a adoção do reconhecimento ganhos e perdas não realizados em virtude da variação do valor justo de instrumentos financeiros. Posteriormente, examinaram o *risk-relevance* desse aumento da volatilidade encontrada, constatando que houve um aumento da relevância do risco de crédito por efeito da volatilidade dos lucros, ou seja, o uso do valor justo pode ter evidenciado o risco econômico das atividades financeiras realizadas pelas empresas.

Esse aumento era esperado pelos autores uma vez que a aplicação do valor justo visa aumentar a informatividade a respeito da volatilidade inerente dos instrumentos financeiros adotados pela empresa, e tal tipo de volatilidade está relacionado com o risco de crédito (BARTH, 2004; DUH; HSU; ALVES, 2012).

Para verificar o impacto do IAS 39 sobre a volatilidade dos lucros, Duh, Hsu e Alves (2012) regrediram a variável dependente desvio-padrão dos lucros trimestrais contra as variáveis independentes de interesse representadas pela *dummy* referente a adoção ou não do IAS 39 pelo país sede do banco comercial para um determinado ano, pela *dummy* pertinente ao ano fiscal, cujo valor seria 1 caso fosse igual ou posterior a 2005 e 0 caso fosse anterior, e a relação entre essas duas variáveis *dummy*, além das variáveis de controle: tamanho da organização, retorno sobre os ativos, alavancagem financeira e uma *dummy* de verificação de lucros negativos, cujo valor seria 1 caso o lucro fosse negativo antes de itens extraordinários e 0 caso contrário. A análise foi realizada para os anos de 2000 a 2009 visando comparar cinco anos anteriores a adoção do IAS 39, segundo o IFRS, 2000 a 2004, com os cinco posteriores a ela, 2005 a 2009, no entanto, nenhum país presente na amostra adotou o IAS 39 a partir de 2005.

Como pode ser verificado, Zhang (2009), Fiechter (2011) e Duh, Hsu e Alves (2012) utilizaram uma *dummy* relativa a adoção ou não da norma de instrumentos financeiros como variável independente vinculada a ideia de adoção do reconhecimento a valor justo de instrumentos financeiros, o que pode levar a resultados equivocados uma vez que a norma é ampla e não abrange somente o uso de valor justo para instrumentos financeiros. Ou seja, a entidade pode afirmar aplicar a norma sem possuir instrumentos que se enquadrem nas classificações que determinam o uso do valor justo.

Além disso, principalmente no caso das organizações não-financeiras, instrumentos financeiros classificados no grupo de “Ativo financeiro ou passivo financeiro mensurado pelo valor justo por meio do resultado” podem apresentar um ajuste do valor justo igual a 0, não impactando assim o resultado. Isso ocorreria caso tivessem seu valor justo avaliado com base no valor presente de um fluxo de caixa de informações do nível 2, o que acarretaria na coincidência entre seu custo amortizado e seu valor justo e, conseqüentemente, no reconhecimento somente da receita ou despesa de juros. Nessas circunstâncias, o aumento na volatilidade poderia ter sido causado por alguma outra variável exógena não especificada e controlada pelo modelo, como, por exemplo, um efeito da crise financeira ou da sazonalidade da atividade econômica da organização, e não a existência de instrumentos financeiros mensurados a valor justo.

Inclusive, dessa forma, tais modelos não captariam o impacto dos montantes de ganhos e perdas não realizados sobre essa volatilidade. Além disso, o *design* das últimas pesquisas encontradas, em que uma variável endógena é explicada por variáveis exógenas de interesse e diversas de controle, poderia ser influenciado por determinantes não observáveis e endógenos da volatilidade dos resultados, os quais seriam difíceis de se controlar (FIECHTER, 2011). Ao contrário do modelo adotado por Barth, Landsman e Whalen (1995), que capta a relação entre as volatilidades sem a necessidade de variáveis de controle, uma vez que qualquer outro item que influencie a volatilidade do lucro, mas não tenha relação com a adoção do valor justo será captado pelo erro da regressão.

Assim, partindo-se da argumentação baseada na crítica a um possível aumento na volatilidade devido ao reconhecimento no resultado de ajustes decorrentes a instrumentos financeiros mensurados a valor justo, pode-se constatar que Barth, Landsman e Whalen (1995), Gebhardt, Reichardt e Wittenbrink (2004) e Duh, Hsu e Alves (2012) identificaram um acréscimo na volatilidade do resultado contábil ao analisarem bancos. Em contraposição, Fiechter (2011) averiguo uma redução nessa volatilidade também para bancos. Já Song (2008) e Zhang (2009) não encontraram alterações significativas estatisticamente na volatilidade ao analisarem bancos e organizações não financeiras, respectivamente.

Sendo Barth, Landsman e Whalen (1995), Song (2008) e Zhang (2009) sob o contexto do FASB e Gebhardt, Reichardt e Wittenbrink (2004), Fiechter (2011) e Duh, Hsu e Alves (2012) sob o do IAS 39. E como já apresentado, Zhang (2009), Fiechter (2011) e Duh, Hsu e Alves (2012) utilizaram uma *dummy* relativa a adoção ou não da norma. Contudo, pode-se constatar que nenhum desses estudos anteriores verificou o contexto brasileiro, sob a ótica do IAS 39, por meio da comparação das variâncias de lucros que consideram e não instrumentos financeiros mensurados a valor justo no resultado ao isolar somente o efeito desse ajuste de valor justo no resultado.

2.3.2 Reconhecimento de Instrumentos Financeiros Mensurados a Valor Justo como Mecanismos de Suavização dos Resultados

Outra parte da literatura argumenta que instrumentos financeiros podem ser utilizados com a finalidade de reduzir a volatilidade dos resultados, assim suavizando o lucro, por meio de operações bem articuladas de hedge (CHOI; MAO; UPADHYAY, 2015). Uma vez que os agentes do mercado têm preferência por resultados contábeis consistentes ao longo do tempo, que apresentem baixa variabilidade ou que cresçam gradativamente, devido a aversão ao risco,

os gerentes corporativos possuem incentivos para buscar suavizar os lucros na presença imperfeições de mercado, tais como impostos, custos de falência e assimetria de informação (SMITH; STULZ, 1985; TRUEMAN; TITMAN, 1988; DECHOW; SLOAN; SWENNY, 1995; GOEL; THAKOR, 2003; ABDEL-KHALIK, 2007; CHOI; MAO; UPADHYAY, 2015). A literatura argumenta que existem três tipos de alisamento dos resultados: o “alisamento natural”, ocorre de forma não intencional devido ao processo contábil natural de reconhecimento, mensuração e evidenciação; o "alisamento artificial", no qual intencionalmente utiliza-se os *accruals* discricionários visando postergar ou antecipar as receitas e despesas; e o "alisamento real", é aquele que ocorre intencionalmente através de operações contratuais, tais como operações de hedge para reduzir a volatilidade dos fluxos de caixa (LEV; KUNITZKY, 1974; KAMIN; RONEN, 1978; ECKEL, 1981; PETERSEN; THIAGARAJAN, 2000; CHOI; MAO; UPADHYAY, 2015).

Portanto, o uso de instrumentos financeiros, derivativos ou não, pode causar esses três tipos de alisamentos, seja através das decisões quanto ao seu uso e a sua finalidade ou das escolhas contábeis envolvendo a sua classificação relativa a finalidade a ser declarada e, consequentemente, sua forma de reconhecimento, mensuração e evidenciação. Com base nessa argumentação e sob o âmbito da SFAS 133, Choi, Mao e Upadhyay (2015) examinaram a relação entre o gerenciamento de *accruals* por empresas não financeiras e a adoção do reconhecimento pelo valor justo de operações de hedge. Para isso, analisaram as empresas não financeiras que compõem o índice S&P 500 para o período de 1996 a 2006, de forma a comparar os 5 anos anteriores a essa adoção com os 5 anos posteriores.

Em seus resultados, Choi, Mao e Upadhyay (2015) encontraram uma relação negativa entre o uso de derivativos com a finalidade de hedge e o uso de *accruals* discricionários antes da SFAS 133, a qual é atenuada após a SFAS 133. De forma, os pesquisadores constataram que o uso de derivativos financeiros se torna menos eficaz para a suavização dos resultados devido ao uso do valor justo orientado pela SFAS 133. Choi, Mao e Upadhyay (2015) também observaram um aumento significativo da volatilidade dos lucros associado ao uso de operações de hedge com derivativos após a implementação da SFAS 133. Porém, os autores ressaltam que esse aumento significativo ocorreu somente com as empresas de sua amostra que utilizaram derivativos e empregaram um nível relativamente baixo de *accruals* discricionários, o que implicaria que essas empresas são relutantes ou incapazes em conter a folga deixada pelas operações de hedge por outros artifícios contábeis para suavizar os ganhos após a SFAS 133.

Kilic et al. (2013) observaram que a obrigatoriedade de reconhecer a ineficácia de operações de hedge nas demonstrações financeiras, advinda da adoção da SFAS 133, reduziu a

capacidade dos bancos comerciais de realizar suavização dos resultados por meio de tais instrumentos. Também argumentaram que parte dos bancos comerciais de sua amostra passaram a confiar mais na utilização de *accruals* originários de provisões para créditos de liquidação duvidosa para suavizar os lucros, no entanto esse aumento afetou negativamente na informatividade das provisões de provisões futuras de créditos de liquidação duvidosa e, conseqüentemente, nos retornos das ações dos bancos, na percepção do mercado sobre esse comportamento. Ressaltando que bancos possuem não somente incentivos a suavizar os resultados, como as demais empresas, mas também incentivos a gerenciar os índices relativos ao capital regulamentar (KILIC et al., 2013; CHOI; MAO; UPADHYAY, 2015).

Barton (2001) e Pincus e Rajgopal (2002) testaram essa mesma relação entre operações com derivativos com fins de hedge pelas empresas, usando o valor nocional desses derivativos como *proxy*, e o nível de utilização de *accruals* discricionários para a realização de suavização dos resultados. Ambos encontraram uma associação negativa entre essas variáveis, assim como Choi, Mao e Upadhyay (2015), concluindo que a gestão de derivativos e o gerenciamento de *accruals* discricionários são artifícios substitutos parcialmente entre si utilizados para suavização de resultados. Parcialmente substitutos pois não se pode descartar a ideia de que um gestor pode utilizar-se, sequencialmente, das duas políticas, o “alisamento real” e o “alisamento artificial”, todavia essa apresenta-se como uma decisão entre gerenciar os riscos ou os ganhos, o que pode ser uma explicação para a relação de endogeneidade entre essas duas variáveis encontrada por Barton (2001). Contudo, suas análises são para períodos *ex ante* a adoção da SFAS 133, quando não havia um padrão uniforme de orientações para a contabilização de derivativos, ao contrário de Kilic et al. (2013) e Choi, Mao e Upadhyay (2015).

Ao analisar o setor de petróleo e gás no período compreendido entre 1993 e 1996, Pincus e Rajgopal (2002) constataram que as empresas desse setor gerenciavam a volatilidade de seus resultados em um processo sequencial, em que primeiramente seus gestores determinam a extensão de derivativos que será utilizada em operações de hedge para diversificar o risco do preço do petróleo, para posteriormente gerir a volatilidade residual dos resultados por meio de um *trade-off* entre o uso de *accruals* discricionários e da realização de hedge com derivativos. Isso ocorre porque esse setor está exposto a dois tipos, principais, de risco – o risco do preço do petróleo e o risco da operação de exploração – sendo que para diversificar o primeiro a empresa pode utilizar tanto do gerenciamento de *accruals* discricionários quanto de operações de hedge, já o risco operacional de exploração, o risco de se realizar uma perfuração sem sucesso, não pode ser diversificado (PINCUS; RAJGOPAL, 2002).

Ao analisar as empresas listadas pela Fortune 500 para os anos de 1994 a 1996, Barton (2001) concluiu que os administradores das corporações que compõe essa amostra são incentivados a abrandar a volatilidade dos resultados, suavizá-los, por meio de operações de hedge com derivativos, “alisamento real”, e da gestão de *accruals* discricionários, “alisamento artificial”, sendo essas políticas parcialmente substitutas. A redução custos de capital da empresa e dos impostos sobre a renda a recolher e a promessa de aumento da remuneração e da concessão de privilégios a esses administradores foram observados como os incentivos desses gestores a essa prática. Além disso, Barton (2001) verificou que as operações com derivativos para fins de hedge podem reduzir a volatilidade dos resultados não somente de forma direta, ao afetar os fluxos de caixa, mas também de forma indireta, afetando os *accruals*.

Portanto, sob a ótica do uso de instrumentos financeiros como mecanismos de suavização dos resultados, Barton (2001) e Pincus e Rajgopal (2002) identificaram uma tendência a redução da volatilidade por meio da adoção do valor justo para instrumentos financeiros ao analisarem organizações não-financeiras, todavia em seu contexto os derivativos ainda não eram mensurados a valor justo. Já Kilic et al. (2013) e Choi, Mao e Upadhyay (2015) verificaram um aumento na volatilidade dos resultados contábeis de bancos, de forma a constatarem que instrumentos financeiros a valor justo são menos eficazes na suavização de resultados.

Entretanto, todos esses estudos foram sob o contexto do FASB e aqueles que identificaram suavização foram realizados sob o âmbito da não adoção de valor justo para derivativos. Assim, nessa pesquisa espera-se analisar se o valor justo de instrumentos financeiros provoca algum impacto no resultado, seja suavização ou aumento da volatilidade, sob um cenário de normas do IASB em que, inclusive, derivativos são mensurados a valor justo.

3. Materiais e Métodos

Essa pesquisa tem como objetivo geral a verificação do impacto da adoção das IFRS no tocante à mensuração e reconhecimento dos instrumentos financeiros a valor justo nos demonstrativos financeiros sobre a volatilidade dos resultados das empresas brasileiras de capital aberto. Para isso ser possível, foi realizado um levantamento de dados das empresas brasileiras de capital aberto que possuem instrumentos financeiros mensurados e reconhecidos a valor justo a respeito do período compreendido entre 2010 e 2016. Com base nesses dados e no modelo proposto por Barth, Landsman e Wahlen (1995), foram utilizados testes estatísticos que analisaram a diferença entre a variância do lucro líquido que considera instrumentos financeiros avaliados a valor justo no resultado e a variância do lucro líquido que os considera a custo histórico.

3.1 Critérios de Definição da Amostra

A amostra utilizada nesta pesquisa é composta pelos dados anuais do período compreendido entre 2010 e 2016, sete anos de *Full IFRS* no Brasil, das empresas brasileiras de capital aberto com maior presença em Bolsa no ano de 2016, segundo dados do Economática®. Assim a amostra é composta por 139 empresas, sendo 131 empresas não financeiras e 8 bancos, que tiveram seus dados coletados para 7 anos, conforme apresentado no Apêndice A.

Essa seleção foi feita com base no indicador técnico de “Presença em Bolsa” do Economática®, o qual significa a negociabilidade das ações de uma empresa na Bolsa de Valores. Segundo o manual do Economática® (2016), tal indicador é calculado com base na divisão do número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação dentro do período escolhido pelo número total de dias úteis dentro desse período.

Dessa forma, o período selecionado para cálculo desse indicador foi de 1 ano, sendo o indicador coletado para as datas de 31 de dezembro dos anos de 2010 a 2016. Baseado nesses indicadores, foram selecionadas as empresas que apresentaram “Presença em Bolsa” igual a 100% em 31 de dezembro de 2016, 177 ativos. Desse grupo foram excluídos os ativos que apresentavam “Presença em Bolsa” igual a 0 em algum dos períodos analisados, total de 18 ativos. Esse critério foi definido pela pesquisa visando garantir que todas as empresas da amostra apresentassem um mínimo de negociabilidade de suas ações na bolsa de valores durante o período analisado.

Com base no conjunto de 159 ativos, foram retirados 2 por se tratarem de empresas registradas no programa de BDR Nível III. Posteriormente, identificou-se as empresas que apareciam na lista mais de uma vez, por apresentarem mais de uma classe de ativo, e assim foram excluídos os nomes duplicados, 16 ativos. E, por fim, foram retiradas da amostra 3 empresas por apresentarem somente Units, ativos compostos por mais de uma classe de valores mobiliários negociados em conjunto, como classe de ativos.

Assim chegou-se a um subtotal de 138 empresas, contudo foi observada a existência de 13 empresas componentes do IBOVESPA (Índice Bovespa) no ano de 2016 que não estavam presentes da amostra. Ressaltando-se que o IBOVESPA é um índice amplo calculado pela BM&FBOVESPA que busca abranger os ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado acionário brasileiro. Em vista disso, optou-se por adicionar tais empresas a amostra, porém eliminando-se 7 dessas 13 por não haver informação contábil pública disponível, ou seja, tais empresas tiveram seu registro concedido pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em data posterior a 2010, 6 casos, ou tiveram seu registro cancelado em data anterior a 31 de dezembro de 2016, 1 caso.

Tabela 1 – Critérios de construção da amostra final da pesquisa

“Presença em Bolsa” igual a 100% em 31 de dezembro de 2016	177
(-) “Presença em Bolsa” igual a 0 em algum dos períodos analisados	(18)
(-) Empresas registradas no programa de BDR Nível III	(2)
(-) Empresas duplicadas na lista	(16)
(-) Empresas representadas somente por Units nessa lista	(3)
(=) Subtotal da Amostra	138
(+) Empresas do Ibovespa 2016 que não constavam na amostra	13
(-) Empresas do Ibovespa 2016 que não apresentavam informação contábil pública para todo o período analisado	(7)
(=) Amostra Inicial	144
(-) Não apresentaram Instrumentos Financeiros mensurados a Valor Justo	(5)
(=) Amostra Final	139
Empresas Não Financeiras	131
Bancos	8

Fonte: Elaborada pelo autor

Portanto, a amostra inicial para coleta foi composta por 144 empresas, sendo 136 empresas não financeiras e 8 bancos, que tiveram seus dados coletados para 7 anos, o que significa 1008 observações esperadas. Por meio dessa coleta a respeito dos dados sobre instrumentos financeiros mensurados pelo valor justo por meio do resultado (mantidos para negociação) e disponíveis para venda, observou-se que 5 empresas não financeiras afirmaram não apresentar instrumentos financeiros classificados nesses grupos durante todo o período analisado. Assim, essas empresas apresentaram somente ativos e passivos financeiros

registrados como empréstimos e recebíveis ou mantidos até o vencimento, mensurados a custo histórico amortizado, e, conseqüentemente, tais empresas foram retiradas da amostra.

Todavia, observa-se o possível equívoco por parte dessas empresas, uma vez que apresentavam aplicações financeiras de curto prazo que são consensualmente classificadas como instrumentos financeiros mensurados pelo valor justo por meio do resultado e não como recebíveis, como tais empresas as categorizaram. O mesmo equívoco pode ser observado em alguns dos anos analisados de outras 4 empresas que permaneceram na amostra por se enquadrarem nos requisitos pré-determinados, como: presença na bolsa, existência de instrumentos financeiros em pelo menos parte do período de análise e registro na CVM nesse período, o que garantiria a disponibilidade de informação contábil.

Dessa forma, foram retirados da amostra os dados relativos aos anos de 2010 da Estácio Participações S.A. e de 2010 a 2012 da Alpargatas S.A. e mantidos somente os dados relativos ao ano de 2015 tanto da Rumo Logística Operadora Multimodal S.A. quanto da Companhia de Saneamento Básico Estado São Paulo (SABESP). Além disso, as empresas Braskem S.A., Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) e Rumo Logística Operadora Multimodal S.A. não publicaram seu conjunto de demonstrações financeiras padronizadas (DFP) até o mês de junho de 2016, ficando esse ano fora de seus períodos amostrais.

Outro ponto a ser esclarecido refere-se aos estudos presentes na literatura que afirmam que o ano de 2010, ano da adoção inicial do *Full IFRS* pelo Brasil, foi um ano de aprendizagem para a maior parte das normas internacionais de contabilidade, podendo conter distorções nas informações contábeis oriundas de adaptações realizadas por ser a adoção inicial de algumas normas, por exemplo a adoção do *deemed cost* para ativos julgados subavaliados segundo a visão da entidade, além de erros e equívocos por parte dos elaboradores das demonstrações contábeis. Contudo, esse ano, 2010, não foi retirado da amostra, pois, apesar desses estudos a respeito do primeiro ano de adoção de uma norma, ressalta-se que esse não foi o ano de adoção inicial do valor justo para instrumentos financeiros, uma vez que os bancos brasileiros adotaram a partir de 2002, por determinação do Banco Central do Brasil (Bacen), e as demais empresas a partir de 2008.

Destarte, a amostra final é composta por 139 empresas, sendo 131 empresas não financeiras e 8 bancos, conforme a tabela 1, que foram analisadas para o período de 2010 a 2016 de forma a obter-se 954 observações, cuja composição é apresentada no Apêndice A e B.

3.2 Modelo estatístico de medição da volatilidade dos Resultados

Com o intuito de testar se o reconhecimento e a mensuração de instrumentos financeiros a valor justo geraram volatilidade aos resultados das empresas brasileiras de capital aberto foi utilizado um modelo proposto por Barth, Landsman e Wahlen (1995), no qual a volatilidade é medida pela diferença entre a variância do lucro líquido que considera ganhos e perdas não realizados oriundos da avaliação de instrumentos financeiros a valor justo e a variância do lucro líquido que não considera esses ganhos e perdas não realizados.

Para isso, parte-se do pressuposto de que o lucro líquido existente quando os instrumentos financeiros são avaliados a custo histórico reflete somente os ganhos e perdas realizados (BARTH, LANDSMAN, WAHLEN, 1995) e que o lucro líquido que considera os instrumentos financeiros a valor justo reflete valores econômicos subjacentes, ou seja, são reconhecidos nesse lucro os ganhos e as perdas não realizados oriundos da variação do valor justo desses instrumentos (BARTH, LANDSMAN, WAHLEN, 1995). Com base nisso, pode-se observar a Equação 1:

$$FVNI = HCNI + URGL \quad (1)$$

Em que, FVNI (*fair value net income*) representa o lucro líquido considerando o reconhecimento dos ganhos e perdas não realizados dos instrumentos financeiros avaliados a valor justo nas demonstrações financeiras. O qual seria composto por HCNI (*historical cost net income*), o lucro líquido que considera instrumentos financeiros avaliados a custo histórico, acrescido do URGL (*unrealized gains and losses*), que são os ganhos e perdas econômicos não realizados decorrentes da variação do valor justo de instrumentos financeiros.

Aplicando a variância nos dois termos da igualdade expressa na Equação 1 obtém-se a Equação 2:

$$\sigma_{FVNI}^2 = \sigma_{HCNI}^2 + \sigma_{URGL}^2 + 2 \text{Cov} (HCNI, URGL) \quad (2)$$

Ou seja, a variância do lucro líquido que considera os instrumentos financeiros reconhecidos e mensurados a valor justo (FVNI) é igual a variância do lucro líquido com os instrumentos financeiros avaliados a custo histórico (HCNI) juntamente com a variância dos ganhos e perdas não realizados por efeito da mensuração de instrumentos financeiros a valor justo (URGL) e duas vezes a covariância entre HCNI e URGL.

Por meio da Equação 2 pode-se observar que o reconhecimento e a mensuração de instrumentos financeiros a valor justo impactariam na volatilidade do lucro líquido quando a variância de FVNI se diferenciaria da variância de HCNI. Sendo que isso ocorreria devido a variância do URGL, da covariância entre HCNI e URGL e do sinal dessa covariância.

Além disso, o sinal da covariância entre HCNI e URGL pode ser visto como uma *proxy* para gerenciamento de resultados (BARTH, LANDSMAN, WAHLEN, 1995). Pois caso esse sinal seja negativo, isso poderia significar que a gestão pode estar realizando “*cherry-picking*”, uma escolha das operações mais vantajosas ao realizar os ganhos por meio da venda dos títulos com variação do valor justo positivo e optar por não realizar os títulos que apresentam perdas na variação do valor justo (BARTH, LANDSMAN, WAHLEN, 1995). Já quando o sinal da covariância for positivo isso significa que os ganhos e perdas da variação do valor justo são afetados de forma semelhante pelas forças econômicas.

3.3 Método Estatístico aplicado para medir a volatilidade dos Resultados

Assim, com base na relação apresentada na Equação 2, foram realizados dois tipos de análises de comparação das variâncias por meio do teste estatístico F: uma análise com os dados de lucro organizados em um painel desbalanceado de seção transversal e uma análise *cross-section* com os dados de desvio-padrão desses lucros em 7 anos. Essas foram realizadas separadamente para o grupo amostral de empresas não financeiras e para o grupo de bancos, uma vez que a mistura dessas organizações na amostra poderia viesar os resultados a serem obtidos, já que esperava-se um maior uso de instrumentos financeiros a valor justo por parte dos bancos em vista que tais ativos e passivos são intrínsecos a sua atividade econômica. Para ser possível a realização dos testes estatísticos foi utilizado o software Stata 14.2.

Salienta-se que, uma vez que as duas variáveis a serem testadas, HCNI e FVNI, são contínuas, o teste indicado para comparar as suas variâncias é o teste paramétrico F, caso a distribuição dessas variáveis atenda aos pressupostos de normalidade e de homocedasticidade (HAIR et al., 2009). O teste F examina se as duas amostras apresentam a mesma variância, ou não, com base na análise da razão das variâncias entre essas amostras e dentro dessas amostras (HAIR et al., 2005; FÁVERO et al., 2014). Contudo, caso não respeitassem tais pressupostos, foi realizado o teste não paramétrico de Wilcoxon, que ao analisar amostras pareadas verifica se há diferenças entre seus grupos (FÁVERO et al., 2009).

Dessa forma, inicialmente, foi feita a análise descritiva das variáveis de lucro por ação, HCNI, FVNI e URGL, de modo temporal, ou seja, os dados foram agrupados em seus

respectivos anos com o intuito de se observar as médias e os desvios-padrão dentro de um único ano e, sequencialmente, observou-se a média ao longo dos anos. Após a análise descritiva, foi realizado o teste de normalidade Shapiro-Wilk aos dados de lucro por ação e, posteriormente, realizado um dos testes de comparação das variâncias amostrais anteriormente citados, escolhido conforme o resultado do teste de normalidade.

Essa primeira parte das análises foi baseada em 899 observações de empresas não financeiras organizadas em um painel desbalanceado de secção transversal, oriundas da coleta de dados contábeis de 131 empresas para o período de 2010 a 2016, e em 56 observações de bancos organizadas em um painel balanceado de secção transversal, oriundos de 8 bancos para o mesmo período. Destacando-se que, para essas primeiras análises, todos os dados utilizados representavam medidas de resultado por ação e estavam na escala de Reais (R\$) por ação.

A segunda análise proposta consistiu em algumas análises descritivas e testes de hipótese com base no desvio-padrão ao longo do período amostral das variáveis HCNI e FVNI para cada empresa. Para essas análises, foram utilizadas 125 observações de desvios-padrão dos lucros por ação tanto de HCNI quanto de FVNI, as quais foram calculadas para os 7 anos da amostra de 125 empresas não financeiras que apresentaram dados sobre instrumento financeiro ao valor justo por meio do resultado para todo o período amostral. Para tais cálculos as empresas retiradas da amostra foram: Alpargatas S.A., Braskem S.A., Companhia de Saneamento Básico Estado São Paulo (SABESP), Companhia Siderúrgica Nacional (CSN), Estácio Participações S.A. e Rumo Logística Operadora Multimodal S.A.

Assim, com base nos dados de desvio-padrão de 7 anos em *cross-section* foram realizadas análises descritivas, o teste de normalidade Shapiro-Wilk e, posteriormente, realizado um dos testes de comparação de variâncias, visando comparar as variâncias dos desvios-padrão, teste F ou teste de Wilcoxon, escolhidos com base no resultado do teste de normalidade. Caso não fosse rejeitada a hipótese de distribuição normal, além do teste F, seria utilizado o teste T, o qual pressupõe normalidade e homocedasticidade e busca determinar se há diferenças estatisticamente significativas entre as médias amostrais (HAIR et al., 2005; FÁVERO, 2014).

O propósito dessas análises é o de verificar se a introdução da obrigatoriedade da mensuração de instrumentos financeiros a valor justo nos demonstrativos contábeis incrementa a volatilidade dos lucros das empresas, conforme o defendido por Barth, Landsman e Whalen (1995), Laux e Leuz (2009), Song (2008), Whalen (2008), Zhang (2009), Fiechter (2011), Duh, Hsu e Alves (2012), Gebhardt (2012) e Jager (2014).

3.4 Coleta de dados

Para levantar as informações necessárias aos modelos estatísticos aplicados foi utilizado o conjunto de demonstrações financeiras padronizadas do período analisado coletado no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), principalmente a Demonstração de Resultado Abrangente e as Notas Explicativas, e a base de dados Economática®, para a coleta de dados das demonstrações financeiras primárias, Balanço Patrimonial e Demonstração de Resultado do Exercício.

Para medir FVNI foram utilizados os lucros líquidos coletados das demonstrações de resultado do exercício (DRE) das empresas que compõe a amostra utilizada, pois esses consideraram os instrumentos financeiros classificados como “ativos e passivos financeiros mensurados a valor justo por meio do resultado” reconhecidos e mensurados a valor justo.

Os URGL são os ganhos e perdas da variação do valor justo de instrumentos financeiros classificados como “ativos e passivos financeiros mensurados a valor justo por meio do resultado” e foram coletados em Notas Explicativas sobre instrumentos financeiros ou, principalmente, sobre a constituição da conta de “Resultado Financeiro”. Isso ocorre pois apesar de esses valores estarem reconhecidos em DRE, ou seja, comporem o lucro líquido reconhecido e divulgado em DRE, eles, normalmente, aparecem agregados em conta de resultado com outros valores de naturezas adversas, como, frequentemente, junto com as receitas e despesas financeiras e ajustes cambiais e monetários.

Já o HCNI foi calculado com base na diferença entre FVNI e o URGL, levando-se em conta os efeitos tributários inerentes a essa adaptação. Salienta-se que, no artigo original de Barth, Landsman e Wahlen (1995), o lucro reconhecido pelas empresas em sua DRE era o HCNI, uma vez que os URGL não eram contabilizados, mas somente evidenciados pelos Relatórios 20-F. Portanto, no artigo original, o valor calculado pelos autores foi o FVNI e não o HCNI.

Todos os dados coletados apresentam a escala de reais mil, ou seja, estão na base de milhares de reais. Visando tratar esses dados de forma a buscar reduzir o risco da existência de *outliers*, optou-se por dividir todos os dados coletados pela quantidade média de ações *outstanding* totais que a empresa apresentou para cada ano observado, que também foram coletadas como milhares de ações, assim todos os dados coletados poder ser interpretados com base na escala Reais por ação (R\$ / ação). A variável quantidade média de ações *outstanding* totais da empresa em questão foi escolhida como uma forma de parametrizar os dados coletados

com base em uma medida relativa de tamanho da companhia, tal dado foi coletado na base Economática®.

4. Análise dos Resultados

4.1 Estatística descritiva amostral

As Tabelas 2 e 3 apresentam a estatística descritiva das variáveis relativas as empresas não financeiras e financeiras, respectivamente, a serem analisadas. Para tanto, as variáveis HCNI, FVNI e URSGL, que foram coletadas na escala de milhares de Reais, aparecem divididas pela quantidade média de ações *outstanding* totais, que também foram coletadas na base de milhares de ações, de forma que a unidade dos dados analisados é Reais por ação (R\$ / ação).

Tabela 2 – Estatística descritiva das Empresas Não Financeiras

		HCNI		FVNI (DRE)		URSGL (DRE)	
Ano	N	Média	σ	Média	σ	Média	σ
2010	127	1,781	1,945	1,764	1,965	-0,017	0,216
2011	128	1,416	1,962	1,425	1,999	0,009	0,202
2012	128	0,997	1,773	1,005	1,835	0,008	0,223
2013	129	0,946	1,681	0,985	1,689	0,039	0,164
2014	129	0,854	2,590	0,899	2,613	0,045	0,230
2015	131	-1,692	12,048	-1,260	10,832	0,432	1,916
2016	127	0,171	12,445	-0,093	12,462	-0,264	1,189
Média		0,639		0,675		0,036	
σ da Média		1,142		1,028		0,205	
N = 7							

Fonte: Elaborada pelo autor

Em relação as empresas não financeiras, os ganhos e perdas não realizados por efeito da mensuração de instrumentos financeiros a valor justo (URGL) reconhecidos no resultado impactam positivamente em média R\$ 0,036 por ação no período amostral de 7 anos. Além disso, pode-se observar que no ano de 2016, esse ajuste a valor justo impactou negativamente no lucro por ação num montante de R\$ 0,264, em média. À primeira vista, esse impacto pode aparentar ser pequeno, contudo ao se analisar os lucros por ação médios verifica-se que tal impacto inverteu o sinal desse indicador, ou seja, ao invés de um lucro por ação, médio, de R\$ 0,171, as empresas amostrais obtiveram um prejuízo de R\$ 0,093.

Além desse período, somente o ano de 2010 apresentou um efeito negativo, em média, do reconhecimento de instrumento a valor justo por meio do resultado, todavia esse impacto não alterou o sinal do índice lucro por ação. O ano com maior impacto médio da adoção do

valor justo, segundo a amostra analisada, seria 2015, com um acréscimo de R\$ 0,432, em média, sobre o lucro existente caso tais instrumentos fossem avaliados a custo amortizado. Inclusive, pode-se observar que esse efeito reduziu o prejuízo médio das empresas da amostra de não financeiras em 2015, o qual passou de R\$ 1,692 por ação para R\$ 1,260 por ação.

Ressalta-se que todas as empresas não financeiras que compõe a amostra apresentaram “Aplicações Financeiras” de curto prazo classificadas como “Ativos financeiros mensurados a valor justo por meio do resultado”, todavia, essas afirmaram avaliar tais ativos pelo nível 2 de informação de valor justo, ou seja, pelo uso de informações externas para o cálculo do valor presente do fluxo de caixa de benefícios futuros trazido a valor presente pela taxa de desconto desses títulos. Uma vez que esses ativos são comumente títulos públicos federais, certificados de depósitos bancários e fundos de investimentos, os quais apresentam taxas de juros de mercado como SELIC e CDI, seus valores justos calculados com base no Nível 2 coincidem com o custo amortizado desses ativos, apresentando assim um “Ajuste a Valor Justo” igual a 0. Dessa forma, pode-se observar que a contabilização de tais ativos não foi afetada pela adoção do valor justo para mensurar essa classe de ativos, normas oriundas do antigo CPC 14, atuais CPCs 38, 39 e 40 e do futuro CPC 48, pois não captam o efeito tão temido da influência da volatilidade das expectativas dos agentes de mercado sobre o resultado.

Tabela 3 – Estatística descritiva dos Bancos

		HCNI		FVNI (DRE)		URSGI (DRE)	
Ano	N	Média	σ	Média	σ	Média	σ
2010	8	1,785	1,653	1,644	1,539	-0,141	0,399
2011	8	1,704	1,678	1,980	1,476	0,276	0,442
2012	8	1,393	2,028	1,677	1,831	0,285	0,453
2013	8	2,016	1,965	2,032	1,925	0,017	0,368
2014	8	1,890	1,748	2,129	1,599	0,239	0,460
2015	8	1,741	3,574	2,442	1,732	0,702	2,917
2016	8	2,809	2,077	1,846	1,278	-0,963	1,643
Média		1,905		1,965		0,059	
σ da Média		0,442		0,277		0,521	
N = 7							

Fonte: Elaborada pelo autor

Já a amostra de bancos analisada apontou um impacto positivo de R\$ 0,059 por ação em média para o período amostral de 7 anos. Tal impacto é superior ao apresentado pela amostra de empresas não financeiras, o que poderia ser explicado por um maior uso de instrumentos financeiros mensurados pelo valor de mercado, informação de nível 1 do valor justo ou a uma

possível melhor gestão de risco por parte das organizações, o que seria esperado, uma vez que essa é uma de suas atividades principais.

Assim como a amostra de empresas não financeiras, os bancos apresentaram um efeito negativo do reconhecimento a valor justo de instrumentos financeiros no resultado somente nos anos de 2010 e 2016, sendo o maior impacto no ano de 2016, redução do lucro em R\$ 0,963 por ação, alterando o lucro por ação, médio, de R\$ 2,809 para R\$ 1,846. Contudo, em ambos os períodos, a mudança do sinal do resultado da empresa não foi uma consequência desse efeito negativo.

Outro ponto em comum, seria em 2015, com um ajuste a valor justo de R\$ 0,702, em média, por ação, causando assim o reconhecimento de um lucro líquido de R\$ 2,442 por ação, em média, ao invés de R\$ 1,741. Tais comportamentos semelhantes para as duas amostras, empresas não financeiras e bancos, pode evidenciar como a adoção do valor justo pode trazer aos resultados contábeis o comportamento do mercado e, provavelmente, fornecer a seus usuários informações quanto ao risco tomado pelas organizações.

4.2 Resultados e discussão da amostra de empresas não financeiras

Por meio do teste de normalidade Shapiro-Wilk, observou-se que rejeita-se a hipótese nula para as variáveis HCNI por ação e FVNI por ação da amostra de empresas não financeiras, vide Tabela 4. Ou seja, tais variáveis não apresentam um comportamento normal de seus resíduos, o que não permite a realização de testes paramétricos.

Tabela 4 – Resultado do Teste de Normalidade Shapiro-Wilk para a Amostra de Empresas Não Financeiras

Variáveis	N. Observações	W	V	Z	Prob>Z
HCNI	899	0,28878	407,118	14,816	0,00000
FVNI	899	0,29864	401,476	14,782	0,00000

Fonte: Elaborada pelo autor

Assim, foi realizado o teste de Wilcoxon visando comparar as medianas das distribuições a fim de observar se há diferenças estatisticamente significantes entre as variáveis de lucro por ação das empresas não financeiras. Para essa análise utilizou-se as 899 observações de lucro por ação tanto de HCNI quanto de FVNI, 131 empresas com dados de 2010 a 2016, com dados em um painel desbalanceado de seção transversal. Com base nesse grupo amostral, observou-se que, assumindo um nível de confiança de 5%, rejeita-se a hipótese nula, vide tabela

5. Em outras palavras, há diferenças estatisticamente significantes entre as distribuições das duas variáveis, o reconhecimento do ajuste de valor justo de instrumentos financeiros no resultado pode ter afetado significativamente a volatilidade dos resultados contábeis.

Tabela 5 – Resultado do Teste de Wilcoxon para a Amostra de Empresas Não Financeiras

Variáveis	Obs.	Média	σ	Mediana
HCNI	899	0,6309421	6,837871	0,82936
FVNI	899	0,6688285	6,530849	0,83515

Teste de Wilcoxon			
Sinal	Obs	Soma dos Postos	Esperado
+	277	161794	178942,5
-	317	196091	178342,5
Zero	305	46665	46665
Todos	899	404550	404550

Variância Sem Ajustes	60648787
<i>Adjustment for ties</i>	7,451e-09
<i>Adjustment for zeros</i>	2376026,3
Variância Ajustada	58272761

H_0 : HCNI = FVNI
$z = -2,246$
$\text{Prob} > z = 0,0247$

Fonte: Elaborada pelo autor

Com base nos dados da Tabela 5, pode-se observar que a média do lucro com instrumentos financeiros mensurados a valor justo por meio do resultado (FVNI) excede a média do lucro cujos instrumentos financeiros são reconhecidos a custo histórico amortizado (HCNI), assim como na amostra de bancos de Barth, Landsman e Wahlen (1995). Além disso, a variável FVNI da amostra não financeira também apresentou uma mediana, 0,83515, superior a mediana da variável HCNI, 0,82936, diferença a qual é estatisticamente significativa segundo o teste de Wilcoxon representado na tabela 5. Contudo, o desvio-padrão (σ) médio de FVNI, 6,53, é inferior ao apresentado por HCNI, 6,84.

Sendo o desvio-padrão de ganhos e perdas não realizados (URSGL), ajuste a valor justo reconhecido no resultado, igual a 0,8926722, pode-se utilizar a Equação 2 para decompor a variância do FVNI amostral:

$$6,530849^2 = 6,837871^2 + 0,8926722^2 + 2(-2,4506744)$$

Portanto, pode-se observar que, em média, a σ_{URSGL}^2 juntamente com $2 \times \text{Cov}(\text{HCNI}, \text{URSGL})$ reduzem em 8,778% a variância do resultado contábil que considera os instrumentos financeiros a custo histórico amortizado (HCNI). Destaca-se que essa possível redução da variância dever-se-ia a interação entre HCNI e URSGL e não a variância dos ganhos e perdas não realizados, uma vez que essa foi positiva. Esse efeito poderia ser um indício a respeito do uso de instrumentos financeiros a valor justo para a proteção contra a variação negativa de outros elementos que compõe as demonstrações contábeis, como os juros de empréstimos e financiamentos e a flutuação dos preços de venda de *commodities*.

Outro ponto a ser ressaltado, seria o sinal apresentado pela $\text{Cov}(\text{HCNI}, \text{URSGL})$, o que pode ser um indício da realização de “*cherry-picking*” por parte da gestão de risco e contábil das organizações analisadas. Segundo Barth, Landsman e Wahlen (1995), o sinal negativo da covariância entre HCNI e URSGL poderia ser um indício de prováveis escolhas oportunistas por parte da gestão ao optarem realizar mais rapidamente, vender no curto prazo, os ganhos e perdas não realizados (URSGL) de instrumentos financeiros com variação positiva do valor justo, conseqüentemente, classificando-os como “Mantidos para Negociação” e reconhecendo seus ajustes a valor justo no resultado. Como explanado, esse poderia ser um indício, o qual deveria ser melhor investigado.

Posteriormente, realizou-se algumas análises com base em 125 observações de desvios-padrão calculados quanto as variáveis HCNI e FVNI ao longo do período amostral de 7 anos. Na Tabela 6, pode-se observar as estatísticas calculadas com base no desvio-padrão calculado para cada empresa da amostra em uma análise da variação de seus lucros por ação ao longo do período amostral. Dessa forma, pode-se verificar que a média, a mediana e o desvio-padrão do desvio-padrão do lucro por ação que não considera o ajuste a valor justo de instrumentos financeiros, HCNI, excedem as mesmas estatísticas para o desvio-padrão do FVNI. De fato, pode-se constatar que o desvio-padrão de HCNI excede o desvio-padrão de FVNI em 60 das 125 empresas da amostra de empresas não financeiras.

Tabela 6 – Estatística Descritiva da Amostra de σ do Lucro de Empresas Não Financeiras

	HCNI	FVNI	URSGL
Média do σ_i	2,493632	2,361322	0,3479211
Mediana do σ_i	0,903516	0,879752	0,069963
Desv. Padrão do σ_i	6,025545	5,716441	0,8560355
Mínimo	0,1460519	0,1016403	0,0000
Máximo	46,28129	46,27145	5,520917

Número de Empresas Não Financeiras com:

$\sigma_{HCNI} > \sigma_{FVNI}$ 60

$\sigma_{HCNI} = \sigma_{FVNI}$ 24

$\sigma_{HCNI} < \sigma_{FVNI}$ 41

Fonte: Elaborada pelo autor

De acordo com o teste de Shapiro-Wilk, apresentado na Tabela 7, rejeita-se a hipótese nula de comportamento normal para as variáveis σ_{HCNI} e σ_{FVNI} , dessa maneira, foram aplicados o teste não paramétrico de Wilcoxon para essas variáveis.

Tabela 7 – Resultado do Teste de Normalidade Shapiro-Wilk para a Amostra de σ do Lucro de Empresas Não Financeiras

Variáveis	N. Observações	W	V	Z	Prob>Z
σ_{HCNI}	125	0,35624	64,125	9,342	0,00000
σ_{FVNI}	125	0,35339	64,409	9,352	0,00000

Fonte: Elaborada pelo autor

De acordo com o teste da tabela 8, aplicado para avaliar as diferenças entre os pares de desvios-padrão de HCNI e de FVNI da amostra de não financeiras, rejeita-se a hipótese nula a um nível de confiança de 5%. Ou seja, há diferenças significativas entre o desvio-padrão de 7 anos do lucro por ação que não considera o ajuste de valor justo de instrumentos financeiros reconhecidos no resultado e o desvio-padrão de 7 anos do lucro por ação que o considera.

Tabela 8 – Resultado do teste de Wilcoxon para a Amostrade σ do Lucro de Empresas Não Financeira

Teste de Wilcoxon			
Sinal	Obs	Soma dos Postos	Esperado
+	60	4602	3787,5
-	41	2973	3787,5
Zero	24	300	300
Todos	125	7875	7875
Variância Sem Ajustes			164718,75
<i>Adjustment for ties</i>			0,00
<i>Adjustment for zeros</i>			-1225,00
Variância Ajustada			163493,75
H ₀ : HCNI = FVNI			
z = 2,014			
Prob > z = 0,0440			

Fonte: Elaborada pelo autor

Portanto, com base nessas análises a respeito dos lucros por ação, HCNI e FVNI, ao longo do período amostral para as empresas não financeiras, constata-se que estatisticamente eles apresentam diferenças significativas no comportamento de suas distribuições. Inclusive, segundo as análises dos desvios-padrão desses lucros ao longo do tempo, percebe-se que o reconhecimento do ajuste a valor justo de instrumentos financeiros no resultado afetou significativamente na volatilidade do resultado contábil das empresas não financeiras, contudo, não se pode afirmar quanto ao efeito desse impacto, se houve propensão ao aumento da volatilidade ou a suavização dos lucros. Apesar de que as análises descritivas apontam para um efeito de suavização na média, uma vez que o σ_{FVNI} apresentou uma média e um desvio-padrão inferiores ao de σ_{HCNI} .

O que poderia ser explicado pela existência de gestões de risco responsáveis dentro dessas empresas, do real uso de instrumentos financeiros para fins de *hedge* de outros riscos inerentes a suas atividades ou, também, daqueles investimentos que somente evitam o risco de perda de poder aquisitivo do dinheiro não investido, de forma a não utilizar instrumentos para fins de especulação, do baixo uso de instrumentos financeiros classificados como “avaliado a valor justo por meio do resultado”, uma vez que não foi analisada a magnitude desses ativos perante o ativo total das entidades, ou de uma gestão que realize “*cherry-picking*”, escolhas operacionais vantajosas e oportunistas que tenham consequências na classificação contábil.

Tais achados corroboram com os resultados encontrados por Barton (2001) e Pincus e Rajgopal (2002), que identificaram uma redução na volatilidade dos resultados devido ao reconhecimento de instrumentos financeiros a valor justo por empresas não-financeiras. Contudo, esses autores analisaram sob o contexto normativo do FASB em um período em que derivativos não eram mensurados a valor justo. Zang (2009) também estudou a volatilidade em organizações não-financeiras, também sob o âmbito do FASB, mas já com o reconhecimento de derivativos a valor justo, todavia não identificou diferenças estatisticamente significativas na volatilidade dos resultados contábeis.

4.3 Resultados e discussão da amostra de bancos

Segundo o teste de normalidade Shapiro-Wilk, Tabela 9, verifica-se que a hipótese nula de distribuição normal não deve ser rejeitada para ambas as variáveis HCNI por ação e FVNI por ação da amostra de bancos. Dessa forma, foi aplicado o teste F visando comparar a variância das duas variáveis de forma a verificar se o reconhecimento do ajuste de valor justo

de instrumentos financeiros impactou na volatilidade do resultado contábil das empresas não financeiras.

Tabela 9 – Resultado do Teste de Normalidade Shapiro-Wilk para a Amostra de Bancos

Variáveis	N. Observações	W	V	Z	Prob>Z
HCNI	56	0,9682	1,636	1,057	0,14533
FVNI	56	0,9865	0,694	-0,783	0,78331

Fonte: Elaborada pelo autor

Por meio da aplicação do teste F em uma amostra de 56 observações de lucro por ação tanto de HCNI quanto de FVNI, 8 bancos com dados de 2010 a 2016, organizadas em um painel balanceado de seção transversal, verificou-se que, assumindo um nível de confiança de 5%, rejeita-se a hipótese nula, vide tabela 10. Ou seja, a variância de HCNI tende a ser maior que a variância de FVNI com um p-valor de 0,0146, assim o reconhecimento do ajuste de valor justo de instrumentos financeiros no resultado reduziu significativamente a volatilidade dos resultados contábeis na amostra de bancos.

Tabela 10 – Resultado do Teste F para a Amostra de Bancos

Variáveis	N. Observações	Média	Erro Padrão	σ	Intervalo de Confiança (95%)	
HCNI	56	1,905316	0,2820728	2,11084	1,34003	2,470603
FVNI	56	1,964501	0,2095141	1,56786	1,544625	2,384376
Combinação	112	1,934909	0,1749147	1,851123	1,588303	2,281514
Relação: $\sigma_{HCNI} / \sigma_{FVNI}$				f = 1,8126		
H ₀ : Relação = 1				Graus de liberdade = 55,55		
H ₁ : Relação < 1		H ₁ : Relação != 1		H ₁ : Relação > 1		
P (F < f) = 0,9854		2*P (F > f) = 0,0293		P (F < f) = 0,0146		

Fonte: Elaborada pelo autor

Assim como a amostra de empresas não financeiras, a média de FVNI excede a HCNI, inclusive, observa-se o mesmo comportamento também em relação a mediana, pois a variável FVNI da amostra de bancos apresentou uma mediana, 1,90787, superior a mediana da variável HCNI, 1,65033.

Pela tabela 10, constata-se que o desvio-padrão (σ) de FVNI, 1,57, é significativamente inferior ao apresentado por HCNI, 2,11, com um p-valor de 0,0146, sendo assim rejeita-se a hipótese nula com base na afirmação de que o FVNI possui um σ inferior ao HCNI. Dessa forma, para a amostra de bancos, detecta-se evidências de suavização dos lucros contábeis com a mensuração e o reconhecimento do valor justo de instrumentos financeiros a um nível de

confiança de 5%. Resultado adverso ao encontrado por Barth, Landsman e Wahlen (1995), ao analisarem os bancos dos Estados Unidos, esses pesquisadores identificaram um σ superior para FVNI, 3,11, em relação ao de HCNI, 2,65, com um p-valor de 0,0001, identificando um aumento na volatilidade dos lucros em um nível de confiança de 1%.

Uma vez que o desvio-padrão de URSGL da amostra de bancos é igual a 1,33384, aplica-se a Equação 2 para decompor a variância do FVNI amostral, de forma que obtém-se:

$$2,11084^2 = 1,56786^2 + 1,33384^2 + 2(-1,8882943)$$

Portanto, pode-se observar que o reconhecimento do ajuste a valor justo de instrumentos financeiros no resultado, a interação de σ_{URSGL}^2 com $2 \times \text{Cov}(\text{HCNI}, \text{URSGL})$, provocou uma redução de 44,8299% na variância do resultado contábil que desconsidera tal ajuste, σ_{HCNI}^2 . Sendo que Barth, Landsman e Wahlen (1995) observaram um impacto positivo de 38% sobre a a variância de HCNI para sua amostra de bancos, e não um impacto negativo como o obtido por essa amostra. Também ressalta-se que, assim como na amostra de empresas não financeiras, a redução da volatilidade do resultado contábil deve ser atribuída ao efeito da covariância entre HCNI e URSGL, já que a magnitude de duas vezes desse valor negativo foi superior a variância positiva de URSGL.

Segundo Barth, Landsman e Wahlen (1995), esse sinal negativo da $\text{Cov}(\text{HCNI}, \text{URSGL})$, pode ser um indício da realização de “*cherry-picking*”, a realização de escolhas operacionais e contábeis que impactam o resultado. Nesse caso, tanto o sinal negativo da $\text{Cov}(\text{HCNI}, \text{URSGL})$ quanto o efeito de suavização do resultado, a magnitude de 2x dessa covariância ser superior a magnitude da variância de URSGL, podem ser indicativos de uma boa gestão de proteção ao risco por parte das organizações ou mesmo de escolhas operacionais com consequências contábeis.

Essas escolhas estão relacionadas a decisão por parte dos gestores em relação a realização no curto prazo de instrumentos financeiros com resultados positivos e postergação da venda daqueles com desempenho não satisfatório no mercado. Escolhas as quais tem impacto na classificação contábil dos instrumentos, como “Mantidos para Negociação” ou “Disponíveis para a Venda” e, conseqüentemente, sobre o lucro líquido e o lucro abrangente reconhecidos. Essa consequência contábil sobre o lucro líquido reconhecido devido as escolhas operacionais relacionadas a instrumentos financeiros, provavelmente, será enjeitada pela adoção do CPC 48 a partir de 2018, pois ambos os ajustes de valor justo passarão a ser reconhecidos no resultado.

Essas descobertas são compatíveis com a literatura que defende a suavização dos lucros por meio do uso de instrumentos financeiros, como os estudos de Barton (2001), Choi, Mao e Upadhyay (2015), Kilic et al. (2013), Pincus e Rajgopal (2002). Contudo, somente o estudo sobre bancos de Fiechter (2011) convergiu para os mesmos achados dessa pesquisa, esse pesquisador também constatou a redução da volatilidade dos lucros contábeis de bancos devido ao valor justo de instrumentos financeiros sob o contexto do IAS 39.

Sequencialmente, foram realizadas análises com base em dados sobre a volatilidade dos lucros ao longo do período amostral, 7 anos, para cada banco. Para isso foi calculado o desvio-padrão das variáveis de lucro por ação de cada banco ao longo desse período, obtendo assim 8 observações. A Tabela 11 apresenta as estatísticas descritivas desses desvios-padrão, com base nela pode-se constatar que a média, a mediana e o desvio-padrão do desvio-padrão de HCNI excede as mesmas estatísticas para o desvio-padrão do FVNI para a amostra de bancos, assim como o que pode ser observado na tabela 6 para a amostra de empresas não financeiras.

Contudo, verifica-se que, para a amostra de bancos, até mesmo a média, a mediana e o desvio-padrão do desvio-padrão de URSGL excede as mesmas estatísticas para o desvio-padrão do FVNI, que de fato apresentou uma variabilidade inferior a todas as demais variáveis. Pela Tabela 11, também pode-se visualizar que, de fato, o desvio-padrão de HCNI excede o desvio-padrão de FVNI em 6 dos 8 bancos analisados.

Tabela 11 – Estatística Descritiva da Amostra de σ do Lucro de Bancos

	σ_{HCNI}	σ_{FVNI}	σ_{URSGL}
Média do σ_i	1,068173	0,4425474	0,8559894
Mediana do σ_i	0,812226	0,372438	0,415503
Desv. Padrão do σ_i	1,026897	0,2471649	1,116622
Mínimo	0,1095845	0,117316	0,0593105
Máximo	3,419541	0,8535323	3,453294
Número de Empresas Não Financeiras com:			
$\sigma_{HCNI} > \sigma_{FVNI}$	6		
$\sigma_{HCNI} = \sigma_{FVNI}$	0		
$\sigma_{HCNI} < \sigma_{FVNI}$	2		

Fonte: Elaborada pelo autor

A Tabela 12 evidencia o resultado do teste de Shapiro-Wilk para os desvios-padrão das variáveis de lucros, mostrando que rejeita-se a hipótese nula de comportamento normal para a variável σ_{HCNI} para um nível de confiança de 5%, mas não rejeita-se para a variável σ_{FVNI} . Logo, foi aplicado o teste de hipótese não paramétrico de Wilcoxon para essas variáveis.

Tabela 12 – Resultado do Teste de Normalidade Shapiro-Wilk para a Amostra de σ do Lucro de Bancos

Variáveis	N. Observações	W	V	Z	Prob>Z
σ_{HCNI}	8	0,77654	3,113	2,145	0,01597
σ_{FVNI}	8	0,95715	0,597	-0,781	0,78255

Fonte: Elaborada pelo autor

Conforme os resultados do teste de Wilcoxon, rejeita-se a hipótese nula de que a mediana dos desvios-padrão de HCNI e FVNI sejam equivalentes estatisticamente a um nível de confiança de 5%, vide tabela 13. Em outras palavras, o ajuste a valor justo reconhecido no resultado impacta na volatilidade dos lucros contábeis, significativa estatisticamente, ao longo do tempo para a amostra de bancos, contudo não se pode afirmar se esse impacto é positivo ou negativo com base nesse teste.

Tabela 13 – Resultado do Teste de Wilcoxon para a Amostra de σ do Lucro de Bancos

Teste de Wilcoxon			
Sinal	Obs	Soma dos Postos	Esperado
+	6	33	18
-	2	3	18
Zero	0	0	0
Todos	8	36	36
Variância Sem Ajustes			51,00
<i>Adjustment for ties</i>			0,00
<i>Adjustment for zeros</i>			0,00
Variância Ajustada			51,00
H ₀ : HCNI = FVNI			
z = 2,1			
Prob > z = 0,0357			

Fonte: Elaborada pelo autor

Todavia, com base nas estatísticas descritivas, Tabela 11, pose-se observar a inferioridade do desvio-padrão, média e mediana do desvio-padrão de FVNI em relação ao desvio-padrão de HCNI, do predomínio de empresas na amostra cujo σ_{HCNI} é superior ao σ_{FVNI} , e do resultado do teste F, tabela 10, acredita-se que o reconhecimento de instrumentos financeiros a valor justo no resultado tendeu, estatisticamente, a reduzir a volatilidade dos lucros contábeis dos bancos analisados. Essa ocorrência poderia ser explicada por gestões de risco responsáveis dentro desses bancos, que evitam o uso de instrumentos para especulação ou que consigam prever tempestivamente o comportamento do mercado de forma a tomarem as melhores

decisões, ou, mesmo, de gestões que realizem escolhas do tipo “*cherry-picking*”, escolhas operacionais vantajosas e oportunistas que tenham consequências na classificação contábil.

Portanto, averiguou-se que tanto empresas não-financeiras brasileiras de capital aberto quanto bancos brasileiros de capital aberto, presentes na amostra, apresentaram uma tendência a suavização, redução da volatilidade, ao reconhecerem ajustes de valor justo dos instrumentos financeiros no lucro líquido. No entanto, a partir de 1º de janeiro de 2018 entrará em vigor o Pronunciamento Técnico CPC 48 – Instrumentos Financeiros (2017), análogo a IFRS 9 (2014), por meio do qual tanto instrumentos financeiros classificados como “avaliados a valor justo por meio do resultado” quanto como “disponíveis para a venda” deverão ter seus ajustes de valor justo reconhecidos no resultado do exercício, assim, sob esse novo cenário, é possível que esse resultado se altere.

Outro ponto a ser ressaltado, é que essa tendência a suavização, redução da volatilidade, tanto por parte das empresas não-financeiras quanto pelos bancos pode impactar positivamente aos usuários primários das demonstrações contábeis, acionistas e credores, existentes e potenciais. Isso ocorre uma vez que tanto acionistas como credores preferem resultados consistente ao longo do tempo, sem grandes variações ou com crescimento gradativo, devido a aversão ao risco desses agentes (SMITH; STULZ, 1985; TRUEMAN; TITMAN, 1988; DECHOW; SLOAN; SWENNY, 1995; GOEL; THAKOR, 2003; ABDEL-KHALIK, 2007; CHOI; MAO; UPADHYAY, 2015). Assim, a suavização dos lucros pode gerar uma maior confiabilidade dos analistas em relação a expectativa de fluxos de caixa futuro. Entretanto, esse é um assunto que deve ser verificado com cuidado pelos auditores, já que esse alisamento pode ter uma origem artificial, intencional devido a escolhas contábeis.

5. Considerações finais

O objetivo dessa pesquisa foi averiguar se com a adoção das normas IFRS no tocante à mensuração e reconhecimento dos instrumentos financeiros pelo valor justo, mais especificamente para o grupo classificado em “Ativos e Passivos Financeiros Mensurados a Valor Justo por meio do Resultado”, houve uma maior volatilidade dos resultados contábeis das empresas brasileiras de capital aberto.

Tal questionamento foi motivado pelos discursos de Barth, Landsman e Wahlen (1995), Gebhardt, Reichardt e Wittenbrink (2004), Song (2008), Whalen (2008), Laux e Leuz (2009), PWC (2009), Zang (2009), Hail, Leuz, Wysocki (2010a), Duh, Hsu e Alves (2009) e Gebhardt (2012), Jager (2014), ao longo das duas décadas anteriores, a respeito da percepção de risco relativa à possibilidade de aumento da volatilidade dos resultados contábeis das organizações devido ao reconhecimento das expectativas do mercado quanto aos instrumentos financeiros nas demonstrações financeiras, o que ocorreria por meio da adoção do valor justo para a mensuração desses ativos e passivos.

Outra motivação para essa investigação foi a aproximação e o possível alinhamento dos órgãos FASB e IASB em relação ao tema de classificação, reconhecimento e mensuração de instrumentos financeiros derivativos e não derivativos durante os últimos 5 anos. Além da inexistência de pesquisas sobre esse tema no âmbito brasileiro, que adotou o *full* IFRS obrigatório para sociedades anônimas a partir de 2010. Contudo, a pesquisa que originou essa dissertação teve como limitações o fato de não ter analisado todas as empresas brasileiras não financeiras de capital aberto e todos os bancos brasileiros, além de não verificar a magnitude dos Instrumentos Financeiros classificados como “Ao valor justo por meio do resultado” perante o total do ativo das empresas e o total de instrumentos financeiros das empresas.

Assim, foi realizado um levantamento dos lucros líquidos, que consideram os instrumentos financeiros a valor justo, e dos ganhos e perdas não realizados decorrentes dessa mensuração a valor justo para todas as organizações da amostra, tanto empresas não-financeiras como bancos. Com base nesses valores foram calculados os lucros que não considerariam tais instrumentos a valor justo, mas sim a custo histórico amortizado. A partir desses dados, foram realizados testes estatísticos para verificar a normalidade dos resíduos e, conseqüentemente, testes de hipótese, como o Teste F, caso verificada a normalidade, ou o Teste de Wilcoxon, caso não fosse verificada a normalidade.

Após analisar o efeito do resultado não realizado, oriundo do ajuste a valor justo, de instrumentos financeiros reconhecido no resultado, constatou-se que houve diferenças

estatisticamente significativas entre as volatilidades dos lucros que consideram e que não consideram tais ajustes para empresas não financeiras brasileiras de capital aberto para o período compreendido entre 2010 e 2016. Contudo, por se tratar de uma amostra não paramétrica, não pode-se verificar por meio de teste de hipótese se essas diferenças seriam explicadas por um aumento da volatilidade ou uma suavização dos lucros. Porém, com base nas estatísticas descritivas, poder-se-ia constatar que na média haveria uma tendência de suavização dos lucros contábeis, o que coincidiria com os estudos de Barton (2001) e Pincus e Rajgopal (2002).

Já quanto a amostra de bancos brasileiros de capital aberto, observou-se, estatisticamente, uma redução na volatilidade dos lucros contábeis devido ao reconhecimento do ajuste a valor justo no resultado oriundos da mensuração de instrumentos financeiros classificados como “Ao valor justo por meio do resultado”, também denominados como “Mantidos para a Negociação”, achado que corrobora com Fiechter (2011).

Portanto, os achados dessa pesquisa desmistificam a argumentação contrária a adoção do valor justo para instrumentos financeiros quanto a empresas brasileiras de capital aberto, uma vez que não identificou um aumento na volatilidade dos resultados, mas sim uma tendência a redução. A qual pode apresentar um impacto positivo na avaliação dessas empresas pelo mercado de capitais e por seus credores, já que tais usuários apresentam uma preferência por lucros consistentes ao longo do tempo (SMITH; STULZ, 1985; TRUEMAN; TITMAN, 1988; DECHOW; SLOAN; SWENNY, 1995; GOEL; THAKOR, 2003; CHOI; MAO; UPADHYAY, 2015).

Esses resultados podem ser advindos de: gestões de risco responsáveis por parte das empresas; do uso de instrumentos financeiros, predominante, para fins de *hedge* de outros riscos inerentes a suas atividades dessas empresas, mesmo que não adotando o *hedge accounting*; uma provável escassez do uso da classificação de instrumentos financeiros no grupo “avaliados a valor justo por meio do resultado” devido a receios do impacto desses sobre os resultados contábeis, uma vez que não foi observada a magnitude desses ativos e passivos mediante o ativo total; ou, mesmo, de gestões que realizem escolhas do tipo “*cherry-picking*”, escolhas operacionais vantajosas com consequências sobre a classificação contábil desses instrumentos e sobre o lucro contábil reconhecido.

Todavia, com a adoção do Pronunciamento Técnico CPC 48 – Instrumentos Financeiros (2017), a partir de 1º de janeiro de 2018, essas duas últimas justificativas poderão não ser mais validas, uma vez que tanto o grupo de instrumentos financeiros “avaliados a valor justo por meio do resultado” quanto o de “disponíveis para a venda” deverão ter seus ajustes de

valor justo reconhecidos no lucro líquido. Logo, é possível que o cenário se altere quanto ao impacto desses ajustes sobre a volatilidade dos resultados contábeis, já que os instrumentos cujo ajuste é reconhecido diretamente no patrimônio enquanto ainda não realizados passarão a ter tais variações do valor justo reconhecidos em resultado, caso não predominem instrumentos classificados como *hedge accounting* em contraposição aos demais classificados em “disponíveis para a venda”.

Assim, essa pesquisa sugere como próximo passo o estudo do impacto das mudanças do reconhecimento dos ajustes de valor justo segundo o Pronunciamento Técnico CPC 48 sobre a volatilidade do lucro líquido. Também seria interessante a verificação quanto a magnitude do uso da classificação de instrumentos financeiros nos grupos que utilizam a mensuração a valor justo, se essa classificação é evitada. E inclusive, recomenda-se a realização de estudos que verificassem se a discricionariedade relativa ao uso da classificação “avaliados a valor justo por meio do resultado”, cujo impacto do valor justo é no resultado, e “disponíveis para a venda”, em que é reconhecido no patrimônio líquido até sua realização, é utilizada para fins das escolhas denominadas como “*cherry-picking*”.

Além de estudos qualitativos e quantitativos que averiguem a percepção do mercado quanto a adoção do valor justo para instrumentos financeiros sem fins operacionais, caso dos empréstimos e recebíveis, e sem intenção de serem mantidos até o vencimento, se esses agentes perceberam alterações nos resultados das empresas, se essas medidas reduziram sua percepção de assimetria informacional quanto a assunção de riscos financeiros por parte das empresas, se confiam nos valores mensurados e reconhecidos pelas empresas e se essas informações impactam suas perspectivas de valor das empresas.

Referências

- ABDEL-KHALIK, A. R. An empirical analysis of CEO risk aversion and propensity of smoothing earnings volatility. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 22, n. 2, p. 201-235, 2007.
- ALLEN, F; CARLETTI, E. Mark-to-market accounting and liquidity pricing. **Journal of Accounting and Economics**, v. 45, n. 2-3, p. 358-378, 2008.
- AROURI, M. E. H.; BELLALAH, M.; HAMIDA, N. B.; NGUYEN, D. K. Relevance of fair value accounting for financial instruments: Some French evidence. **International Journal of Business**, v. 17, n. 2, p. 209, 2012.
- BARLEV, B.; HADDAD, J. R. Fair value accounting and the management of the firm. **Critical Perspectives on Accounting**, v. 14, n. 4, p. 383-415, 2003.
- BARRON, O. E.; CHUNG, S. G.; YONG, K. O. The Effect of Statement of Financial Accounting Standards No. 157 Fair Value Measurements on Analysts' Information Environment. **Journal of Accounting and Public Policy**, 2016.
- BARRY, C. B.; BROWN, S. J. Differential information and security market equilibrium. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 20, n. 4, p. 407-422, 1985.
- BARRY, C. B.; BROWN, S. J. Limited information as a source of risk. **The Journal of Portfolio Management**, v. 12, n. 2, p. 66-72, 1986.
- BARTH, M. E. Fair value accounting: evidence from investment securities and the market valuation of banks. **The Accounting Review**, p. 1-25, 1994.
- BARTH, M. E. Fair values and financial statement volatility. In: BORIO, C.; HUNTER, W. C.; KAUFMAN, G. G.; TSATSARONIS, K. (Org.). **The market discipline across countries and industries**. Cambridge, MA: MIT Press, 2004. Cap. 25, p. 323-334.
- BARTH, M. E. Including estimates of the future in today's financial statements. **Accounting Horizons**, v.20, n.3, p. 271-85, 2006.
- BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. Value-relevance of banks' fair value disclosures under SFAS 107. **The Accounting Review**, p. 513-537, 1996.
- BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. Are banks' SFAS No. 107 fair-value disclosures relevant to investors? **Bank Accounting and Finance**, v. 10, p. 9-15, 1997.
- BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1-3, p. 77-104, 2001.
- BARTH, M. E.; LANDSMAN, W. R.; WAHLEN; J. M. Fair value accounting: Effects on banks' earnings volatility, regulatory capital, and value of contractual cash flows. **Journal of Banking & Finance**, v. 19, p. 577-605, 1995.

BARTH, M. E.; HUTTON, A. P. Analyst earnings forecast revisions and the pricing of accruals. **Review of Accounting Studies**, v. 9, n. 1, p. 59-96, 2004.

BARTON, J. Does the use of financial derivatives affect earnings management decisions? **The Accounting Review**, v. 76, n. 1, p. 1-26, 2001.

BEATTY, A.; CHAMBERLAIN, S.; MAGLIOLO, J. An empirical analysis of the economic implications of fair value accounting for investment securities. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, n. 1, p. 43-77, 1996.

BEAVER, W. H.; ENGEL, E. E. Discretionary behavior with respect to allowances for loan losses and the behavior of security prices. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, n. 1, p. 177-206, 1996.

BRATTEN, B.; CAUSHOLLI, M.; KHAN, U. Usefulness of fair values for predicting banks' future earnings: evidence from other comprehensive income and its components. **Review of Accounting Studies**, v. 21, p. 280-315, 2016.

BROUSSEAU, C.; GENDRON, M.; BELANGER, P.; COUPLAND, J. Does fair value accounting contribute to market price volatility? An experimental approach. **Accounting and Finance**, v. 54, n. 4, p. 1033-106, 2014.

BYARD, D.; LI, Y.; YU, Y. The effect of mandatory IFRS adoption on financial analysts' information environment. **Journal of Accounting Research**, v. 49, n.1, p. 69-96, 2011.

CHIQUETO, F.; SILVA, R. L. M.; COLOSSAL, G.; CARVALHO, L. N. G. Relevance of fair value of Brazilian banks securities in the financial crisis. **International Journal of Emerging Markets**, v. 10, n. 4, p. 684-696, 2015.

CHOY, J. J.; MAO, C. X.; UPADHYAY, A. D. Earnings Management and Derivative Hedging with Fair Valuation: Evidence from the Effects of FAS 133. **The Accounting Review**, v. 90, n. 4, p. 1437-1467, 2001.

CHRISTENSEN, H. B.; LEE, E.; WALKER, M. Do IFRS Reconciliations Convey Information? The Effect of Debt Contracting. **Journal of Accounting Research**, v. 47, n. 5, p. 1167-1199, 2009.

COOPER, D. J.; MORGAN, W. Meeting the evolving corporate reporting needs of government and society: arguments for a deliberative approach to accounting rule making. **Accounting and Business Research**, v. 43, n. 4, p. 418-441, 2013.

COUCH, R.; WU, W. The fair value option for liabilities and stock returns during the financial crisis. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 59, p. 83-98, 2016.

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis. **CPC 14: Instrumentos financeiros: Reconhecimento, Mensuração e Evidenciação (Fase I)**. 2008.

_____. **OCPC 03 – Instrumentos Financeiros: Reconhecimento, Mensuração e Evidenciação (CPC 14 R1)**. 2009.

_____. **CPC 38 – Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração**. 2009.

_____. **CPC 39 – Instrumentos Financeiros: Apresentação**. 2009.

_____. **CPC 40 (R1) – Instrumentos Financeiros: Evidenciação**. 2012.

CRESWELL, J. W. **Projeto de pesquisa: Métodos qualitativo, quantitativo e misto**. 3. ed. Porto Alegre: Artmed, 2010.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso entre agosto de 2016 e julho de 2017.

DARGENIDOU, C.; MCLEAY, S. The Impact of Introducing Estimates of the Future on International Comparability in Earnings Expectations. **European Accounting Review**, v. 19, n. 3, p. 511-534, 2010.

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting Earnings Management. **The Accounting Review**, v. 70, n. 2, p. 193-225, 1995.

DUH, R. R.; HSU, A. W.; ALVES, P. A. P. The impact of IAS 39 on the risk-relevance of earnings volatility: Evidence from foreign banks cross-listed in the USA. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, v. 8, n. 1, p. 23-38, 2012.

EASLEY, D.; O'HARA, M. Information and the Cost of Capital. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 4, p. 1553-1583, 2004.

ECCHER, E. A.; RAMESH, K.; THIAGARAJAN, S. R. Fair Value Disclosures by Bank Holding Companies. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, n. 1, p. 79-117, 1996.

ECKEL, N. The income smoothing hypothesis revisited. **Abacus**, v. 17, n. 1, p. 28-40, 1981.

ECONOMÁTICA. Banco de Dados. Disponível em: <<http://www.economatica.com.br>>. Acesso em: julho de 2017.

EMERSON, D. J.; KARIM, K. E.; RUTLEDGE, W. R. Fair Value Accounting: A Historical Review Of The Most Controversial Accounting Issue In Decades. **Journal of Business & Economics Research**, v. 8, n. 4, p.77-86, 2010.

ENRIA, A.; CAPPIELLO, L.; DIERICK, F.; GRITTINI, S.; HARALAMBOUS, A.; MADDALONI, A.; MOLITOR, P. A. M.; PIRES, F.; POLONI, P. Fair value accounting and financial stability. **European Central Bank (ECB) Occasional Paper**, n. 13, p. 3-48, 2004.

FASB – Financial Accounting Standards Board. **SFAS 105 – Disclosure of Information about Financial Instruments with Off-Balance-Sheet Risk and Financial Instruments with Concentrations of Credit Risk**. 1990.

_____. **SFAS 107 – Disclosures about Fair Value of Financial Instruments**. 1991.

_____. **SFAS 119 – Disclosure about Derivative Financial Instruments and Fair Value of Financial Instruments.** 1994.

_____. **SFAS 133 – Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities.** 1998.

_____. **SFAS 138 – Accounting for Certain Derivative Instruments and Certain Hedging Activities.** 2000.

_____. **SFAS 149 - Amendment of Statement 133 on Derivative Instruments and Hedging Activities.** 2003.

_____. **SFAS 157 – Fair Value Measurements.** 2006.

_____. **SFAS 159 - The Fair Value Option for Financial Assets and Financial Liabilities.** 2007.

FÁVERO, L. P. L.; BELFIORE, P. P.; CHAN, B. L.; SILVA, F. L. **Análise de Dados: Modelagem multivariada para tomada de decisões.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FÁVERO, L. P. L.; BELFIORE, P. P.; TAKAMATSU, R. T.; SUZART, J. **Métodos Quantitativos com Stata: procedimentos, rotinas e análise de resultados.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

FIECHTER, P. The Effects of the Fair Value Option under IAS 39 on the Volatility of Bank Earnings. **Journal of International Accounting Research**, v. 10, n. 1, p. 85-108, 2011.

IPECAFI. **Manual de Contabilidade Societária: aplicável a todas as empresas de acordo com as normas internacionais e do CPC.** São Paulo: Atlas, 2010.

GEBHARDT, G. Financial instruments in non-financial firms: what do we know? **Accounting and Business Research**, v. 42, n. 3, p. 267-289, 2012.

GEBHARDT, G.; REICHARDT, R.; WITTENBRINK, C. Accounting for financial instruments in the banking industry: Conclusions from a simulation model. **European Accounting Review**, v. 13, n. 2, p. 341-371, 2004.

GOEL, A. M.; THAKOR, A. V. Why Do Firms Smooth Earnings? **The Journal of Business**, v. 76, n. 1, p. 151-192, 2003.

GUTHRIE, K.; IRVING, J. H.; SOKOLOWSKY, J. Accounting choice and the fair value option. **Accounting Horizons**, v. 25, n. 3, p. 487-510, 2011.

GWILLIAM, D.; JACKSON, R. H. G. Fair value in financial reporting: Problems and pitfalls in practice A case study analysis of the use of fair valuation at Enron. **Accounting Forum**, v. 32, p. 240–259, 2008.

HAIL, L.; LEUZ, C.; WYSOCKI, P. Global Accounting Convergence and the Potential Adoption of IFRS by the U.S (Part I): Conceptual Underpinnings and Economic Analysis. **Accounting Horizons**, v. 24, n. 3, p. 355-394, 2010a.

HAIL, L.; LEUZ, C.; WYSOCKI, P. Global Accounting Convergence and the Potential Adoption of IFRS by the U.S (Part II): Political Factors and Future Scenarios for U.S. Accounting Standards. **Accounting Horizons**, v. 24, n. 4, p. 567-588, 2010b.

HAIR, J.; BABIN, B.; MONEY, A.; SAMOUEL, P. **Fundamentos de Métodos de Pesquisa em Administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HAIR J. F.; BLACK, W. C.; BADIM, B. J.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L. **Análise Multivariada de Dados**. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 405-440, 2001.

HENDRIKSEN, E. S., VAN BREDA, M. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

HODDER, L. D.; HOPKINS, P. E.; WAHLEN, J. M. Risk-relevance of fair-value income measures for commercial banks. **The Accounting Review**, v. 81, n. 2, p. 337-375, 2006.

IASB – International Accounting Standards Board. **IAS 25 – Accounting for Investments**. 1986.

_____. **IAS 32 – Financial Instruments: Presentation**. 1995.

_____. **IAS 39 – Financial Instruments: Recognition and Measurement**. 1998.

IFRS – International Financial Reporting Standards. **IFRS 7 – Financial Instruments: Disclosures**. 2005.

_____. **IFRS 9 – Financial Instruments**. 2014.

_____. **IFRS 13 – Fair Value Measurement**. 2013.

_____. **The Conceptual Framework for Financial Reporting**. 2011.

IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E. Uma investigação e uma proposição sobre o conceito e o uso do valor justo. **Revista de Contabilidade e Finanças da USP**, São Paulo, n. 44, p. 9-18, jun. 2007.

JAGER, P. Fair value accounting, fragile bank balance sheets and crisis: A model. **Accounting, Organizations and Society**, v. 39, n. 2, p. 97-116, 2014.

JUNG, S. Value relevance of unrealised gains and losses on non-agency securities. **International Journal of Banking, Accounting and Finance**, v. 5, n. 4, p. 418-434, 2014.

KAMIN, J. Y.; RONEN, J. The smoothing of income numbers: Some empirical evidence on systematic differences among management-controlled and owner-controlled firms. **Accounting, Organizations and Society**, v. 3, n. 2, p. 141-157, 1978.

- KHURANA, I. K.; KIM, M. S. Relative value relevance of historical cost vs. fair value: Evidence from bank holding companies. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 22, n. 1, p. 19-42, 2003.
- KILIC, E.; LOBO, G. J.; RANASINGHE, T.; SIVARAMAKRISHNAN, K. The impact of SFAS 133 on income smoothing by banks through loan loss provisions. **The Accounting Review**, v. 88, n. 1, p. 233-260, 2012.
- KIM, C.; KIM, S.; PANTZALIS, C. Firm diversification and earnings volatility: An empirical analysis of US--based MNCs. **American Business Review**, v. 19, n. 1, p. 26, 2001.
- KOONCE, L.; NELSON, K. K.; SHAKESPEARE, C. M. Judging the relevance of fair value for financial instruments. **The Accounting Review**, v. 86, n. 6, p. 2075-2098, 2011.
- KOTHARI, S. P.; RAMANNA, K.; SKINNER, D. J. Implications For Gaap From An Analysis of Positive Research in Accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v.50, n. 2-3, p.246-286, 2010.
- LANDSMAN, W. R. Is fair value accounting information relevant and reliable? Evidence from capital market research. **Accounting and Business Research**, Special Issue: International Accounting Policy Forum, p. 19-30, 2007.
- LANTTO, A. M.; SAHLSTROM, P. Impact of International Financial Reporting Standard Adoption on Key Financial Ratios. **Accounting & Finance**, v. 49, n. 2, p. 341-361, 2009.
- LAUX, C.; LEUZ, C. The Crisis of Fair Value Accounting: Making Sense of the Recent Debate. **Accounting, Organizations and Society**, v. 34, n. 6-7, p. 826-834, 2009.
- LEV, B.; KUNITZKY, S. On the association between smoothing measures and the risk of common stocks. **The Accounting Review**, v. 49, n. 2, p. 259-270, 1974.
- LOPES, A. B.; GALDI, F. C.; LIMA, I. S. **Manual de contabilidade e tributação de instrumentos financeiros derivativos**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2011.
- MARTINS, E. (Org.). **Avaliação de Empresas: da Mensuração Contábil à Econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.
- MOHD, E. Accounting for software development costs and information asymmetry. **The Accounting Review**, v. 80, n. 4, p. 1211-1231, 2005.
- NELSON, K. K. Fair value accounting for commercial banks: An empirical analysis of SFAS No. 107. **The Accounting Review**, v. 71, n. 2, p. 161-182, 1996.
- PETERSEN, M. A.; THIAGARAJAN, S. R. Risk measurement and hedging: With and without derivatives. **Financial Management**, v. 29, n.4, p. 5-29, 2000.
- PINCUS, M.; RAJGOPAL, S. The interaction between accrual management and hedging: Evidence from oil and gas firms. **The Accounting Review**, v. 77, n. 1, p. 127-160, 2002.

PLANTIN, G.; SAPRA, H.; SHIN, H. S. Marking-to-Market: Panacea or Pandora's Box? **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 2, p. 435-460, 2008.

POWER, M. Fair Value Accounting, Financial Economics and Transformation of Reliability. **Accounting and Business Research**, v. 40, n. 3, p. 197-210, 2010.

Price Waterhouse Coopers (PwC). **Point of View: A Proposal to Improve Fair Value Accounting**. 2009. Disponível em: http://www.pwc.com/en_US/us/point-of-view/assets/pwc_pointofview_fairvalue_012009.pdf

QUAGLI, A.; AVALLONE, F. Fair Value or Cost Model? Drivers of Choice for IAS 40 in the Real Estate Industry. **European Accounting Review**, v. 19, n. 3, p. 461- 493, 2010.

RODRIGUEZ-PEREZ, G.; SLOF, J.; SOLA, M.; TORRENT, M.; VILARDELL, I. Assessing the Impact of Fair-Value Accounting on Financial Statement Analysis: A Data Envelopment Analysis Approach. **Abacus: A Journal of Accounting, Finance and Business Studies**, v. 47, n. 1, p. 61-84, 2011.

RYAN, S. G. Fair value accounting: Understanding the issues raised by the credit crunch. **Council of Institutional Investors**, n. julho, p. 1-24, 2008.

SLOAN, R. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? **The Accounting Review**, v. 71, n. 3, p. 289-315, 1996.

SMITH, C. W.; STULZ, R. M. The determinants of firms' hedging policies. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 20, n. 4, p. 391-405, 1985.

SONG, C. J. An evaluation of FAS 159 fair value option: Evidence from the banking industry. Working Paper, Setembro, 2008. Disponível em: < <http://ssrn.com/abstract=1279502>>. Acesso em: abril de 2016.

SONG, C. J.; THOMAS, W. B.; YI, H. Value relevance of FAS No. 157 fair value hierarchy information and the impact of corporate governance mechanisms. **The Accounting Review**, v. 85, n. 4, p. 1375-1410, 2010.

StataCorp. Stata statistical software: release 14.2. College Station: Stata Corporation; 2017.

TAYLOR, A.; GOODHART, C. Procyclicality and volatility in the financial system: The implementation of Basel II and IAS 39. In: **Procyclicality of financial systems in Asia**. Palgrave Macmillan, UK, 2006. p. 9-37.

TRUEMAN, B.; TITMAN, S. An explanation for accounting income smoothing. *Journal of accounting research*, v. 26, Suplemento, p. 127-139, 1988.

WAYMIRE, G. Earnings volatility and voluntary management forecast disclosure. **Journal of Accounting Research**, v. 23, n.1, p. 268-295, 1985.

WHALEN, R. C. The Subprime Crisis — Cause, Effect and Consequences. **Journal of Affordable Housing & Community Development Law**, v. 17, n. 3, p. 219-235, 2008.

WILSON, J. O.; CASU, B.; GIRARDONE, C.; MOLYNEUX, P. Emerging themes in banking: recent literature and directions for future research. **The British Accounting Review**, v. 42, n. 3, p. 153-169, 2010.

XIE, H. The mispricing of abnormal accruals. **The Accounting Review**, v. 76, n. 3, p. 357-373, 2001.

XIE, B. Does Fair Value Accounting Exacerbate the Procyclicality of Bank Lending? **Journal of Accounting Research**, 2016.

ZHANG, H. Effect of derivative accounting rules on corporate risk-management behavior. **Journal of Accounting and Economics**, v. 47, n. 3, p. 244-264, 2009.

APÊNDICE

APÊNDICE A – Composição Amostral de Empresas Não Financeiras

Razão Social	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	N = 127	N = 128	N = 128	N = 129	N = 129	N = 131	N = 127
Aliansce Shopping Centers S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Alpargatas S.A.				X	X	X	X
Alupar Investimento S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Ambev S.A.	X	X	X	X	X	X	X
B2W Companhia Digital S.A.	X	X	X	X	X	X	X
BM&F Bovespa S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (B3)	X	X	X	X	X	X	X
Brasil Brokers Participações S.A.	X	X	X	X	X	X	X
BR Insurance Corretora De Seguros S.A.	X	X	X	X	X	X	X
BR Malls Participações S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Brasil Pharma S.A.	X	X	X	X	X	X	X
BR Properties S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Bradespar S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Brasilagro S.A. – Cia Bras. de Prop. Agrícolas	X	X	X	X	X	X	X
Braskem S.A.	X	X	X	X	X	X	
BRF S.A.	X	X	X	X	X	X	X
CCR S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Centrais Elétricas De Santa Catarina S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Companhia de Energia Elétrica de Minas Gerais	X	X	X	X	X	X	X
Companhia Energética de São Paulo	X	X	X	X	X	X	X
CETIP S.A Mercados Organizados	X	X	X	X	X	X	X
CIA Hering	X	X	X	X	X	X	X
Cielo S.A.	X	X	X	X	X	X	X
CIA Energ. Ceará – COELCE	X	X	X	X	X	X	X
Companhia de Gás de São Paulo	X	X	X	X	X	X	X
Contax Participações S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Companhia de Saneamento de Minas Gerais	X	X	X	X	X	X	X
Companhia Paranaense de Energia	X	X	X	X	X	X	X
Cosan S.A Indústria e Comércio	X	X	X	X	X	X	X
CPFL Energia S.A	X	X	X	X	X	X	X
CSU Cardsystem SA	X	X	X	X	X	X	X
Cyrela Brasil Realty S.A Empreendimentos e Participações	X	X	X	X	X	X	X
Direcional Engenharia S.A	X	X	X	X	X	X	X
Duratex S.A	X	X	X	X	X	X	X
Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A	X	X	X	X	X	X	X
Centrais Elétricas Brasileira S.A	X	X	X	X	X	X	X
Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A	X	X	X	X	X	X	X
Embraer S.A	X	X	X	X	X	X	X
Energias do Brasil S.A	X	X	X	X	X	X	X

ENEVA S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Engie Brasil Energia S.A	X	X	X	X	X	X	X
Equatorial Energia S.A	X	X	X	X	X	X	X
Estacio Participações S.A		X	X	X	X	X	X
ETERNIT S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Even Construtora e Incorporadora S.A	X	X	X	X	X	X	X
EZTEC Empreendimentos e Participações S. A.	X	X	X	X	X	X	X
Fertilizantes Heringer S.A.	X	X	X	X	X	X	X
CIA Ferro Ligas Bahia S.A. – FERBASA	X	X	X	X	X	X	X
Fibria Celulose S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Fleury S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Gafisa S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Gerdau S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Metalúrgica Gerdau S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Grendene S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Guararapes Confecções S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Helbor Empreendimentos S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Hypermarcas S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Iochp-Maxion S.A.	X	X	X	X	X	X	X
JBS S.A.	X	X	X	X	X	X	X
JHSF Participações S.A.	X	X	X	X	X	X	X
JSL S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Kepler Weber S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Klabin S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Kroton Educacional S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Restoque Comércio E Confecções De Roupas S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Light S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Localiza Rent a Car S.A.	X	X	X	X	X	X	X
LOG-IN Logística Intermodal S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Lojas Americanas S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Lojas Renner S.A.	X	X	X	X	X	X	X
M. Dias Branco S.A. Ind. e Com. de Alimentos	X	X	X	X	X	X	X
Magazine Luiza S.A	X	X	X	X	X	X	X
Magnesita Refratários S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Marcopolo S.A	X	X	X	X	X	X	X
Marfrig Global Foods S.A	X	X	X	X	X	X	X
Mahle Metal Leve S.A	X	X	X	X	X	X	X
Mills Estruturas e Serviços de Engenharia S/A	X	X	X	X	X	X	X
Minerva S.A.	X	X	X	X	X	X	X
MMX Mineração e Metálicos S.A.	X	X	X	X	X	X	X
MRV Engenharia e Participações S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Multiplan Emp. Imobiliários S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Multiplus S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Natura Cosméticos S.A	X	X	X	X	X	X	X
Odontoprev S.A	X	X	X	X	X	X	X
OGX Petróleo e Gás S.A.	X	X	X	X	X	X	X

Oi S.A	X	X	X	X	X	X	X
Companhia Brasileira de Distribuição	X	X	X	X	X	X	X
Paranapanema S.A	X	X	X	X	X	X	X
PDG Realty S.A Empreendimentos e Participações	X	X	X	X	X	X	X
Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras	X	X	X	X	X	X	X
Porto Seguro S.A	X	X	X	X	X	X	X
PBG S.A	X	X	X	X	X	X	X
Positivo Informática S.A	X	X	X	X	X	X	X
PROFARMA Distrib. Produtos Farmacêuticos	X	X	X	X	X	X	X
Prumo Logística S.A	X	X	X	X	X	X	X
QGEP Participações S.A	X	X	X	X	X	X	X
Qualicorp S.A	X	X	X	X	X	X	X
Raia Drogasil S.A	X	X	X	X	X	X	X
Randon S.A Implementos e Participações	X	X	X	X	X	X	X
Rossi Residencial S.A	X	X	X	X	X	X	X
Rumo Logística Operadora Multimodal S.A						X	
CIA. Saneamento Básico Estado São Paulo						X	
CIA. de Saneamento do Paraná – SANEPAR	X	X	X			X	X
São Martinho S.A.	X	X	X			X	X
Ser Educacional S.A.	X	X	X			X	X
Saraiva S.A. Livreiros Editores	X	X	X			X	X
Schulz S.A.	X	X	X			X	X
CIA Siderúrgica Nacional	X	X	X			X	
Sonae Sierra Brasil S.A.	X	X	X			X	X
SLC Agrícola S.A.	X	X	X			X	X
Springs Global Participações S.A.	X	X	X			X	X
Sul America S.A.	X	X	X			X	X
Suzano Papel e Celulose S.A.	X	X	X			X	X
Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A.	X	X	X			X	X
Tegma Gestão Logística S.A.	X	X	X			X	X
Telefônica Brasil S.A.	X	X	X			X	X
Terra Santa Agro S.A.	X	X	X			X	X
Tim Participações S.A.	X	X	X			X	X
T4F Entretenimento S.A.	X	X	X			X	X
TOTVS S.A	X	X	X			X	X
CTEEP – CIA Transmissão Energia Elétrica Paulista	X	X	X			X	X
TPI - Triunfo Participações e Investimentos S.A.	X	X	X			X	X
Tupy S.A	X	X	X			X	X
Ultrapar Participações S.A	X	X	X			X	X
UNIPAR Carbocloro S.A.	X	X	X			X	X
Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A	X	X	X			X	X
Vale S.A	X	X	X			X	X
VALID Soluções e Serv. Seg. Meios Pag. Ident. S.A	X	X	X			X	X
Via Varejo S.A	X	X	X			X	X
WEG S.A	X	X	X			X	X

APÊNDICE B – Composição Amostral de Bancos

Razão Social	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	N = 8	N = 8	N = 8	N = 8	N = 8	N = 8	N = 8
Banco ABC Brasil S.A	X	X	X	X	X	X	X
Banco PAN AS	X	X	X	X	X	X	X
Banco do Estado do Rio Grande do Sul S.A	X	X	X	X	X	X	X
Banco Bradesco S.A	X	X	X	X	X	X	X
Banco do Brasil S.A	X	X	X	X	X	X	X
ITAÚSA - Investimentos Itaú S.A.	X	X	X	X	X	X	X
Itaú Unibanco Holding S.A	X	X	X	X	X	X	X
Banco Santander (Brasil) S.A	X	X	X	X	X	X	X