

"A FEA e a USP respeitam os direitos autorais deste trabalho. Nós acreditamos que a melhor proteção contra o uso ilegítimo deste texto é a publicação online. Além de preservar o conteúdo motiva-nos oferecer à sociedade o conhecimento produzido no âmbito da universidade pública e dar publicidade ao esforço do pesquisador. Entretanto, caso não seja do interesse do autor manter o documento online, pedimos compreensão em relação à iniciativa e o contato pelo e-mail bibfea@usp.br para que possamos tomar as providências cabíveis (remoção da tese ou dissertação da BDTD)."

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA**

**A RELEVÂNCIA DOS ACCRUALS PARA O MERCADO DE CAPITAIS: UMA
INVESTIGAÇÃO EMPÍRICA USANDO A ABORDAGEM DA INFORMAÇÃO**

CANDIDATO: ALEXSANDRO BROEDEL LOPES

SÃO PAULO, FEVEREIRO DE 2005

**T657.48
L864re**

REITOR DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO:

Professor Doutor Adolfo José Melfi

**DIRETOR DA FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E
CONTABILIDADE:**

Professora Doutora Maria Thereza Leme Fleury

CHEFE DO DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA:

Professor Doutor Reinaldo Guerreiro

**COORDENADOR DO PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM
CONTROLADORIA E CONTABILIDADE**

Professor Doutor Fábio Frezatti

T657.48
L864_{re}

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA

DEDALUS - ACERVO - FEA

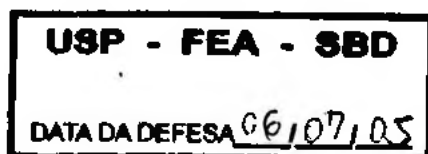


20600052662

**A RELEVÂNCIA DOS ACCRUALS PARA O MERCADO DE CAPITAIS: UMA
INVESTIGAÇÃO EMPÍRICA USANDO A ABORDAGEM DA INFORMAÇÃO**

TESE DE LIVRE-DOCÊNCIA APRESENTADA À FACULDADE
DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DA UNIVERSIDADE DE
SÃO PAULO

CANDIDATO: ALEXSANDRO BROEDEL LOPES



SÃO PAULO, FEVEREIRO DE 2005

III

99603

Dedicatória

Este trabalho é dedicado a Luciane cuja paciência e encorajamento parecem ser infinitos.

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer aos comentários de alguns amigos colaboradores: Eliseu Martins, Martin Walker, Fábio Moraes e Aridelmo Teixeira.

O apoio operacional e financeiro da FIPECAFI foi fundamental no desenvolvimento do trabalho e nas minhas permanências no exterior.

Gostaria de agradecer ao apoio financeiro do CNPq.

RESUMO

Este trabalho investigou a relevância da reavaliação de ativos no Brasil. Foram utilizados testes de performance futura e baseados em valores de mercado. Os resultados demonstram que a reavaliação explica de forma estatisticamente significativa o resultado operacional das firmas dentro do horizonte de um e dois anos futuros com coeficientes economicamente modestos. A reavaliação também explica de forma estatisticamente significativa os preços de mercado das ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Apesar de *value relevant* a reavaliação não está significativamente relacionada com os retornos das ações negociadas, o que demonstra sua falta de oportunidade (*timeliness*). Controles para a estrutura patrimonial das firmas (*debt-to-equity ratio*) sugerem que a reavaliação pode ser motivada para melhorar a 'aparência' das demonstrações financeiras publicadas.

Palavras-chave: contabilidade financeira; reavaliação; mercado de capitais; relevância da informação

JEL classification: M4; G15; G18

ABSTRACT

This thesis investigated the relevance of revaluation of fixed assets in Brazil. Tests of future performance and market-based tests were used. The results show that revaluation explains in statistically significant way operational results on a one and two year horizon with modest coefficients. Revaluation also explains significantly market prices traded on the São Paulo Stock Exchange (Bovespa). Despite being value relevant revaluation reserves do not explain returns, which demonstrates its lack of timeliness. Controls for debt-to-equity ratios suggest that revaluation can be used to 'make up' published financial statements.

Key-words: financial accounting; revaluation; capital markets; Brazil; value-relevance

JEL classification: M4; G15; G18

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Modelo Contábil Brasileiro.....49

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Estatísticas Descritivas	58
Tabela 2. Testes de Performance Futura das Firmas.....	61
Tabela 3. Testes de Mercado.....	65
Tabela 4. Testes com Controle da Relação Dívida/PL (D/E).....	68

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Decisão de Investimento	24
Quadro 2 – Efeito da Informação	26
Quadro 3 – Empresa Alpha Inicial	34
Quadro 4 – Empresa Alpha Fluxo de Caixa	36
Quadro 5 - Empresa Alpha Regime de Competência	38

SUMÁRIO

Dedicatória	IV
Agradecimentos	V
Resumo	VI
Abstract	VII
Lista de Figuras	VIII
Lista de Tabelas	IX
Lista de Quadros	X
1. Introdução	1
1.1. Problema e hipóteses de trabalho	1
1.2. Metodologia	6
1.3. Importância e Contribuições do Trabalho	7
1.4. Limitações	9
1.5. Organização do Trabalho	11
2. Referencial Teórico – A Perspectiva Informacional na Contabilidade	12
2.1. Evolução das Abordagens Metodológicas na Contabilidade	12

2.2. <i>Information Approach</i> – Abordagem da Informação	21
2.3. <i>Regime de Competência, Fluxo de Caixa e Desempenho da Firma: uma Análise sob a Perspectiva da Informação</i>	31
2.3.1. O Fluxo de Caixa como Fonte de Informação	35
2.3.2. O Regime de Competência como Fonte de Informação	37
2.4. Ligação do Referencial Teórico com a Abordagem de Pesquisa Utilizada.....	41
2.4.1. Análise do Regime de Competência dentro da Perspectiva da Informação	44
3. A Reavaliação de Ativos na Contabilidade Brasileira e Pesquisas Relacionadas	47
3.1. Normas Contábeis Brasileiras Relacionadas à Reavaliação	47
3.2. Pesquisas Anteriores	54
3.2.1. Reavaliação de Ativos	54
3.2.2. Pesquisas Anteriores em Mercado de Capitais – <i>Markets-Based International Accounting Research</i>	56
4. Modelos e Resultados	58
4.1. Estatísticas Descritivas	58
4.2. Desenho da Pesquisa e Resultados	59

4.2.1. Performance Futura das Fimas	59
4.2.2. Testes de Mercado	64
4.3 Análises Adicionais	67
5. Conclusões e Implicações para Pesquisas Futuras	71
6. Referências Bibliográficas	74

1. INTRODUÇÃO

1.1 Problema e hipóteses de trabalho

Este trabalho examina se a reavaliação de ativos imobilizados pelas empresas brasileiras é estatisticamente associada com sua performance futura mensurada pelo lucro operacional (*ex-post*), preços de mercado e retorno. A motivação para este trabalho emerge do debate entre gestores, investidores, acadêmicos e reguladores acerca da reavaliação de ativos. Esse debate reflete o *trade-off* existente entre valores estimados (reavaliação) que, presumivelmente, são mais relevantes e valores históricos (custo) que são mais objetivos. Para instrumentos financeiros parece existir um consenso entre os reguladores nacionais (Banco Central do Brasil por intermédio das Circulares 3.068 e 3.082) e internacionais (FASB – SFAS 133; IASB- IAS 32 e 39; ASB – FRS 13) que o *fair value* (estimado ou obtido mediante valores de mercado) é uma *proxy* mais adequada para o valor econômico de um ativo do que os valores históricos. Essa posição é amplamente apoiada por evidências empíricas advindas da pesquisa acadêmica (Venkatachalan, 1996).

No entanto, os reguladores norte-americanos argumentam que o *fair value* de ativos permanentes não pode ser mensurado (valorado) de forma confiável. Assim, o custo histórico se apresenta como alternativa preferível. Essa posição não é seguida pelos reguladores ingleses e australianos que permitem a reavaliação dos ativos imobilizados. O *International Accounting Standards Board* – IASB, somente permite reavaliações em condições extremamente restritivas. No Brasil, a legislação evoluiu de um modelo bastante liberal para um mais restritivo no que se refere à reavaliação de ativos. Assim, pode-se observar que a utilização do conceito de *fair value* para elementos do ativo permanente (especialmente o imobilizado) é bem menos consensual do que para elementos do ativo circulante (especialmente instrumentos financeiros).

A reavaliação de ativos é uma das áreas mais controversas da pesquisa acadêmica em contabilidade financeira. Os recentes escândalos ocorridos com grandes empresas americanas (apesar de não estarem diretamente ligados com a reavaliação) aumentaram a preocupação dos profissionais da área com a 'qualidade' da contabilidade. Qualidade aqui definida não como a precisão com a qual os números contábeis se conformam com um padrão previamente estabelecido (os Princípios Contábeis Geralmente Aceitos – PCGA, por exemplo), mas sim com a relação entre os números contábeis e a realidade econômica subjacente. Esse conceito de 'qualidade' da contabilidade tem ganhado atenção especial nos últimos anos e será abordado mais detalhadamente na revisão da literatura. Em suma, trata-se do antigo debate entre relevância e objetividade.

Discute-se a relevância do custo histórico como base de valor quando comparado com valores estimados que são mais relevantes e menos objetivos. O custo histórico é menos influenciado pelo julgamento profissional (na reavaliação os peritos envolvidos usam julgamento profissional para obter o valor dos ativos) e menos sujeito a tentativas de manipulação e viés por parte dos administradores do que o *fair value*. Por outro lado, o custo histórico pode perder relevância na medida que a realidade econômica da firma se altera e o valor dos ativos poderia ser mais bem representado por um montante reavaliado. A manipulação da reavaliação é um aspecto de preocupação significativa no que se refere à qualidade da informação contábil.

Esse debate sobre a reavaliação de ativos, muito freqüentemente, é cercado de conceitos pouco elaborados e juízo de valor. Este trabalho tenta apresentar uma visão científica e objetiva do tema partindo-se de uma definição clara de relevância da informação contábil. Essa visão é conhecida como perspectiva informacional da contabilidade (Beaver, 1998; Lopes, 2001; Bromwich, 1992, 2000) e será discutida em detalhe na seção seguinte. Do ponto de vista estritamente conceitual, a reavaliação dos ativos de uma empresa estará refletindo a realidade econômica subjacente se os valores obtidos exibirem uma relação positiva e significativa com a performance futura da firma. Neste trabalho são utilizados três *proxies* para a performance futura da firma: lucro operacional, preço das ações e retomo das ações. A utilização de três variáveis visa minimizar vieses inerentes a problemas na relação entre o construto e métrica.

A utilização de dados de firmas brasileiras é motivada por duas razões básicas. Inicialmente, as propriedades empíricas da informação contábil produzida pelas empresas brasileiras é pouco documentada na literatura nacional e internacional. A maior parte das pesquisas realizadas no Brasil foca exclusivamente em prescrições normativas. Adicionalmente, o modelo de governança e produção da informação contábil no Brasil difere substancialmente dos países onde as evidências anteriores foram produzidas (Austrália e Reino Unido). Os resultados encontrados para esses dois países não podem ser generalizados para o Brasil. Austrália e Reino Unido são países que adotam regime jurídico consuetudinário, possuem mercados de capitais fortes que fornecem a maior parte do financiamento de suas empresas e a regulamentação da profissão contábil é feita de forma privada. O Brasil, por outro lado possui tradição jurídica de direito romano, o mercado de crédito é o maior fornecedor de recursos para as empresas e a regulação da contabilidade é feita pelo estado.

De acordo com Ali e Hwang (2000) cinco forças principais influenciam a relevância da informação contábil do ponto de vista do usuário externo: (1) orientação do mercado financeiro – crédito versus mercado de capitais, (2) tipo de regulamentação da contabilidade – privada versus governamental, (3) influência da legislação tributária na contabilidade financeira, (4) concentração da propriedade das firmas, (5) montante gasto em auditoria. O Brasil difere complementamente de Austrália e Reino Unido nos cinco critérios apresentados por Ali e Hwang (2000). De acordo com esses critérios o Brasil possui um modelo

contábil menos informativo do que seus correspondentes anglo-saxões. Dessa forma, os resultados das pesquisas realizadas até o momento não podem ser extrapolados para o Brasil por terem sido realizados em países com ambiente contábil muito diferente.

Dessa forma, este trabalho aborda o seguinte problema:

Qual a relevância da reavaliação de ativos nas firmas brasileiras?

Como veremos a seguir, a relevância será medida como a relação entre as informações contábeis e a performance das firmas medida por intermédio de três medidas complementares. A hipótese central do trabalho baseada na evidência apresentada pela literatura é que a reavaliação de ativos é relevante. Assim, a hipótese H_0 da pesquisa é a seguinte:

H_0 : A reavaliação de ativos possui relação estatística e economicamente significativa com a performance das firmas brasileiras.

Essa hipótese será testada por intermédio de 3 especificações estatísticas que serão discutidas na seção 4.2. De acordo com as características do modelo de governança brasileiro (pouco informativo), acredita-se que essa hipótese será rejeitada. Os detalhes do teste dessa hipótese serão discutidos na seção seguinte.

1.2 Metodologia

Este trabalho adota a chamada metodologia positiva de pesquisa em contabilidade financeira (Iudícibus e Lopes, 2004). Essa metodologia mais especificamente caracterizada de '*capital markets based international accounting research*' (Meek and Thomas, 2004) parte de uma motivação teórica eminentemente econômica gerando hipóteses que são testadas por intermédio da utilização de ferramental estatístico (Watts and Zimmerman, 1986). De forma mais genérica, Martins (2001) classifica esse tipo de pesquisa como empírico-analítica.

Neste trabalho tem-se uma preocupação especial com o teste da relevância econômica das relações investigadas. A significância estatística pode ser objetivamente mensurada por intermédio dos testes tradicionais. A relevância econômica, no entanto, depende do desenho de pesquisa empregado. No caso estudado neste trabalho, procura-se investigar a relação entre a reserva de reavaliação e a performance da firma. A relevância estatística pode ser observada

diretamente pela observação dos *p-values* da regressão. Assim, pode-se trabalhar com *p-values* inferiores a 10% como regra de corte para a significância estatística. A relevância econômica é mais difícil de ser mensurada.

Por exemplo, assumo que o coeficiente entre a reserva de reavaliação e as *proxies* de performance utilizada seja estatisticamente significativa a 1%. Pode-se considerar a reserva de reavaliação economicamente significativa? Nitidamente não. É necessário que o valor do intercepto seja considerado. Se, no exemplo citado, o valor do intercepto for de 0,01 esse ainda poderá ser considerado como economicamente significativo? Como a reavaliação envolve custos para as firmas que a realizam os seus benefícios futuros devem ser superiores a esses custos para que a reavaliação possua significância econômica. Uma análise mais profunda desse tipo não será possível nesse trabalho uma vez que não são disponíveis dados a respeito do custo da reavaliação por firma estudada. No entanto, a questão da relevância econômica será discutida juntamente com a relevância estatística para análise dos resultados.

1.3 Importância e Contribuições do Trabalho

O estudo das reservas de reavaliação como elementos capazes de explicar o desempenho das firmas pode ser justificado por uma série de razões. Inicialmente,

o debate entre reavaliar ou não ativos imobilizados é bastante intenso e acalorado nos meios profissionais em contabilidade (*International Accounting Standards Committee Foundation, 2003*). Reguladores e profissionais tem discutido exaustivamente o tópico o que culminou com o anteprojeto de reforma da Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404/76) que dispõe pela extinção do instituto da reavaliação nas companhias abertas brasileiras. No meio acadêmico, a discussão não é menos intensa e freqüentemente motivada pela discussão realizada no âmbito regulatório. Vários trabalhos (Aboody, Barth and Kasznik, 1999; Barth and Clinch, 1998; Easton, Edey, Harris, 1993, Sharpe and Walker, 1975; Standish and Ung, 1982) têm buscado evidências empíricas a respeito da capacidade da reavaliação de representar mudanças reais incorridas na essência econômica dos ativos. Essas evidências empíricas, no entanto, não tem sido geradas a partir de firmas brasileiras. No melhor conhecimento do autor, não existem evidências empíricas acerca da relevância da reserva de reavaliação no Brasil.

Dessa forma, acredita-se que o trabalho apresenta contribuições para uma ampla gama de usuários. Reguladores podem ter uma idéia mais clara das razões que levam os gestores das firmas a utilizarem a reserva de reavaliação. Uma análise dos motivos e impactos reais da reavaliação pode contribuir para uma avaliação mais objetiva de sua permanência na legislação. Administradores e contadores das firmas podem entender melhor os impactos da reavaliação no mercado de capitais e dessa forma orientar melhor suas decisões de reavaliar ou não os ativos. Acadêmicos irão entender melhor se a estimação de valores por

intermédio da reavaliação adiciona relevância à informação contábil em contrapartida ao custo histórico. Essas contribuições justificam, no entendimento do autor, a realização do trabalho.

1.4 Limitações

Este trabalho possui limitações importantes de duas naturezas básicas. Inicialmente foram utilizadas *proxies* para a performance da firma: lucro operacional, preço e retorno. Apesar da extensa utilização dessas variáveis na literatura em contabilidade financeira, outras medidas poderiam, pelo menos em tese, produzir resultados diferentes.

Outra limitação é a utilização de dados somente de firmas brasileiras. Apesar dos resultados obtidos não poderem ser extrapolados para outros países, algumas características do ambiente brasileiro justificam esse tipo de pesquisa. A concentração acionária no Brasil é muito grande. De acordo com Valadares e Leal (2003) o maior acionista brasileiro tem, em média, 41% do capital e os cinco maiores acionistas possuem 61% do capital. A concentração é ainda maior nas ações ordinárias onde 62% das empresas possuem um acionista com mais de 50% do capital votante. Neste tipo de cenário, os números contábeis perdem

relevância como redutores de assimetria informacional porque os controladores possuem acesso privilegiado à informação.

Da mesma forma que na Alemanha (Leuz and Wustemann, 2003) o Brasil apresenta um *'insider system corporate governance model'*. Nesse tipo de sistema as assimetrias informacionais são resolvidas por canais de informação privados e não por intermédio de informações publicamente disponíveis. Em um *'outsider system'* as empresas utilizam capital e dívida negociados em mercados de capitais. Como a concentração acionária é dispersa, os investidores precisam utilizar fontes públicas de informação sobre o desempenho da firma. Dessa forma, as demonstrações contábeis publicadas ganham relevância. No caso brasileiro as empresas não utilizam o mercado para resolver seus problemas de informação predominando o *'insider model'*. Leuz and Wustemann (2003) mostram que quando o *'insider model'* prevalece, a relação entre os números contábeis e variáveis de performance ligadas ao mercado (preços e retornos, principalmente) é fraca. Assim, o teste da relevância da reserva de reavaliação no Brasil contribui diretamente para esse debate.

1.5 Organização do Trabalho

O capítulo seguinte apresenta a visão teórica conhecida como perspectiva da informação em contabilidade. Esse capítulo visa clarificar os conceitos advindos dessa perspectiva que não são totalmente familiares na academia brasileira. O terceiro capítulo discute as normas contábeis brasileiras para a reavaliação e as pesquisas já realizadas sobre o assunto. O quarto capítulo apresenta os modelos utilizados e os resultados empíricos encontrados. O quinto capítulo conclui o trabalho e apresenta implicações para pesquisas futuras sobre o assunto.

2. Referencial Teórico – A perspectiva informacional na Contabilidade

2.1 Evolução das Abordagens Metodológicas na Contabilidade

No final dos anos 60 a ênfase da contabilidade, estabelecendo-se aqui uma referência clara à contabilidade norte-americana, começou a migrar da tradição normativa para uma perspectiva baseada na informação, que ficou conhecida como *informational approach*. A base conceitual dessas abordagens é a verificação empírica da utilidade da contabilidade para seus usuários.

Esta nova visão dominou rapidamente a pesquisa acadêmica em contabilidade no mundo anglo-saxão (Brown, 1996; p. 12) e o sua consolidação no mundo profissional foi estabelecida pelo FASB em 1978 no *Statement of Financial Accounting Concepts No 1* que afirmou:

“Os relatórios financeiros devem fornecer informações que sejam úteis para os investidores atuais e futuros, credores e outros usuários na verificação dos montantes, periodicidade e incerteza relacionados aos seus

recebimentos futuros de caixa...Uma vez que os fluxos de caixa dos investidores e dos credores estão relacionados aos fluxos de caixa da instituição, os relatórios financeiros devem fornecer informações para ajudar os investidores, credores e outros usuários a verificar os montantes, periodicidade e incerteza relativos aos fluxos futuros de caixa da entidade relacionada. (p viii)¹

Assim, pode-se verificar que a ênfase das demonstrações financeiras mudou completamente de um modelo endógeno baseado em definições e inferências para um modelo baseado na utilidade da informação para uma determinada finalidade tendo em vista um tipo de usuário. É importante ressaltar que o IASC (*International Accounting Standards Committee*) também estabeleceu em sua estrutura conceitual (*Conceptual Framework*) uma visão da contabilidade sob o ponto de vista da informação como pode ser visto na estrutura conceitual do órgão (IASC, 1989; cap. 4).

Antes de prosseguir por essa exposição, é importante ressaltar que a perspectiva da informação é uma das facetas da abordagem positiva. Segundo Watts e Zimmerman (1986, pg. 2):

¹ Negrito adicionado pelo autor.

"The objective of accounting theory is to explain and predict accounting practice. Our definition of accounting practice is broad. Because the development and nature of accounting is closely related to auditing, auditing practice is included as part of accounting practice.

Explanation means providing reasons for observed practice. For example, an accounting theory should explain why certain firms use the last-in, first-out (LIFO) method of inventory rather than the first-in, first-out (FIFO) method.

Prediction of accounting practice means that the theory predicts unobserved accounting phenomena. Unobserved phenomena are not necessarily future phenomena; they include phenomena that have occurred but on which systematic evidence has not been collected. For example, an accounting theory can provide hypotheses about the attributes of firms that use LIFO versus attributes of firms using FIFO. Such predictions can be tested using historical data on the attributes of firms using the two methods²."

² O objetivo da teoria contábil é explicar e prever a prática contábil. Nossa definição de prática contábil é ampla. Devido ao fato do desenvolvimento e da natureza da contabilidade estar intimamente ligado a auditoria, a prática da auditoria é incluída como prática contábil. Explicar significa fornecer razões para a prática observada. Por exemplo, uma teoria deve explicar porque algumas firmas usam UEPS ao invés de PEPS como métodos de controle de estoque. A previsão da prática contábil significa que a teoria prediz fenômenos contábeis não observados. Fenômenos não observados não são, necessariamente, futuros; eles incluem fenômenos que ocorreram mas que não foram coletadas evidências. Por exemplo, uma teoria contábil pode fornecer hipóteses sobre os atributos de firmas que usam UEPS versus firmas que usam PEPS. Essas hipóteses podem ser testadas contra dados históricos de firmas que usam os dois métodos

Como pode ser observado, dentro da abordagem positiva, a teoria contábil, e por consequência a pesquisa, deve estar direcionada a explicação dos fenômenos observados. Nesse sentido, não cabe avaliar qual a melhor contabilidade. Os motivos da escolha de um determinado procedimento contábil é que são importantes. O completo entendimento do que é realizado na prática serve como base fundamental para a previsão de comportamentos futuros.

Na abordagem positiva, o *fair value*, por exemplo, não é bom ou ruim, desejável ou indesejável (FASB, 1997). A preocupação está focada no entendimento do porquê da utilização do método pelas empresas. A estrutura normativa não possui capacidade preditiva devido à ausência de preocupação com o entendimento das práticas existentes. Pesquisas normativas não se propõe a prever o que ocorrerá com a contabilização de um dado item; elas estão, normalmente, direcionadas à avaliação do tratamento dentro de critérios qualitativos.

A frustração inicial com a ausência de recomendações dentro abordagem positiva é reconhecida por Watts e Zimmerman (1986, pg. 6):

"...after the securities acts the accounting literature became normative in the sense that it sought to prescribe the contents of accounting reports. For example, Chambers (1966) advocates current cash equivalents, and Edwards and Bell (1961) advocate current costs as the basis for the valuation of assets. Financial accounting texts also tend to adopt normative (i.e., prescriptive) positions.

By itself, theory, as we describe it, yields no prescriptions for accounting practice. It is concerned with explaining accounting practice. It is designed to explain and predict which firms will and which firms will not use a particular method of valuing assets, but it says nothing as to which method a firm should use. The situation is well described by Passmore (1953, p. 676):

Such a theory (a theory in social science) will have the limitations characteristic of the physical sciences. It will not tell us what we ought to do, any more than physics tell us whether to build a bridge or to be content with a ferry³."

³ Após a regulação do mercado de capitais a teoria contábil se tornou normativa no sentido de tentar prescrever o conteúdo das demonstrações financeiras. Por exemplo, Chambers (1966) advogou em favor do equivalente de caixa enquanto que Edwards e Bell (1966) defenderam o custo corrente como base para avaliar os ativos. Os textos de contabilidade financeira também tendem a adotar posições normativas (prescritivas). Por si própria, uma teoria, como nós a descrevemos, não fornece prescrições sobre a prática contábil. Ela é desenhada para explicar e prever quais firmas irão e quais firmas não irão adotar um determinado método de avaliação de ativos, mas ela não diz nada sobre que método as firmas devem usar. Essa situação é bem descrita por Passmore (1953, 676): uma teoria como essa (teoria em ciências

Além dos pontos apresentados acima, dois aspectos adicionais podem ser apresentados como justificativas para o abandono parcial da abordagem normativa:

1. Os conceitos de resultado econômico, lucro econômico e demais definições gerais apresentadas são de difícil definição teórica quando existem mercados imperfeitos ou incompletos para os ativos relacionados à operação da empresa. Cabe ressaltar que não se está considerando tentativas meritórias de implementação do conceito de resultado econômico na contabilidade gerencial como pode ser visto em Guerreiro (1989). Tais trabalhos não estão direcionados para a contabilidade financeira e suas peculiaridades. O valor da empresa quando supõe-se a existência de mercados perfeitos pode ser reduzido simplesmente ao valor presente dos seus dividendos. No entanto quando se trabalha com mercados não tão perfeitos nenhum modelo apresenta-se como suficientemente adequado para resolver o problema. Dessa forma, as definições contábeis derivadas de conceitos econômicos não podem ser aplicadas a realidade das organizações;

sociais) deve ter as mesmas limitações da teoria nas ciências naturais. Ela não nos dirá o que temos que fazer mais do que a física nos diz que temos que fazer uma ponte ou nos contentarmos com uma pinguela.

2. Mesmo em situações nas quais existem mercados perfeitos para a avaliação dos ativos da empresa, os métodos para avaliação e utilização dessas informações podem ser diferentes e conseqüentemente podem produzir resultados muito díspares.

Assim, a perspectiva da contabilidade ligada a informação produzida e não mais aos critérios técnicos estabelecidos de forma endógena começou a dominar a prática e a pesquisa em contabilidade. No entanto, apesar dessa mudança de perspectiva, o FASB continuou a considerar as informações contábeis produzidas por intermédio da competência e da confrontação da receita com a despesa, por exemplo, como superiores àquelas produzidas somente pelo fluxo de caixa. Assim segundo o SFAC No 1 (FASB, 1978):

"as informações acerca dos resultados da empresa baseados na contabilidade por competência são um indicador melhor da capacidade presente e contínua da empresa de gerar fluxos de caixa quando comparados com informações limitadas aos aspectos financeiros dos recebimentos e pagamentos futuros de caixa. (p ix)"

Essa assertiva baseia-se na idéia de que a competência traz mais informações para a contabilidade do que o regime de caixa. Essa conclusão é bastante lógica uma vez que o método de avaliação do estoque reflete informações sobre o giro do mesmo da mesma forma que o reconhecimento de despesas relacionadas a recebíveis incobráveis reflete a expectativa da administração quanto ao efetivo recebimento, por exemplo. A competência reflete, de uma forma ou de outra, algum conhecimento do futuro de modo a permitir aos administradores exercer um certo grau de autonomia no processo de reconhecimento contábil. Essa autonomia não seria possível caso a contabilidade fosse mantida dentro do regime de caixa.

Essas constatações refletem uma nova visão da contabilidade pelos órgãos reguladores. Uma visão mais baseada no papel da informação para o usuário e nas reais necessidades do mesmo em termos de previsão de fluxos futuros de caixa, por exemplo. Dessa forma, o papel da informação contábil passou a ser analisado dentro do paradigma tradicional da economia clássica. A informação contábil passou a ser vista como mais um produto (com algumas características especiais) sendo analisada dentro de sua contribuição para a utilidade dos agentes e firmas. A visão normativa de que a contabilidade possui valor *a priori* estava sendo abandonada.

Com essa nova visão o papel da contabilidade para a sociedade passou a ser visto de outra forma com respectiva alteração dos mecanismos e técnicas de

pesquisa. Várias questões puderam ser examinadas de forma positiva (Watts e Zimmerman, 1986) com estabelecimento de hipóteses advindas da teoria econômica e respectivo teste empírico das mesmas para verificação do real comportamento dos agentes econômicos frente à informação contábil.

Exemplos dessas questões são o papel da regulamentação da prática profissional, como a contabilidade impacta o preço dos ativos no mercado financeiro, como a contabilidade pode ser utilizada para resolver problemas de agência entre proprietários e administradores, etc. Apesar de várias abordagens serem utilizadas, dentro da pesquisa positiva a informação contábil tem dois papéis básicos: informação e mensuração.

É importante ressaltar, de forma crítica, que a classificação aqui apresentada e discutida talvez tenha maior caráter pedagógico do que descritivo. Isso porque a pesquisa em contabilidade é bastante dinâmica com novas abordagens surgindo com relativa frequência e praticando abordagens alternativas (o periódico *Critical Perspectives on Accounting* talvez seja o melhor exemplo de veículo de publicação dessas abordagens alternativas). No entanto, julga-se importante essa classificação por ela ser relevante dentro da tradição de pesquisa econômica em contabilidade.

2.2 Information Approach – Abordagem da informação⁴

O *information approach* (abordagem da informação) enxerga a contabilidade dentro do seu papel de provedora de informações para os agentes econômicos. Dentro dessa abordagem, a contabilidade deve ser avaliada a partir de sua capacidade de fornecer informações que sejam úteis ao processo de decisão dos usuários. Assim, torna-se fundamental o estabelecimento de duas condições básicas:

1. como analisar o processo de tomada de decisão dos usuários, e
2. em qual ambiente (certeza e incerteza) essas decisões são tomadas. Como ilustração será utilizado o processo de tomada de decisão de um investidor em títulos no mercado financeiro. Inicialmente alguns conceitos básicos precisam ser estabelecidos:
 - **Atos:** referem-se às várias alternativas disponíveis para os tomadores de decisão. Em um contexto de análise de investimento, as várias alternativas podem ser consideradas como os vários portfólios possíveis;

⁴ Esta seção é baseada em Lopes, 2001.

- **Estados:** incerteza é descrita em termos de um conjunto de ocorrências possíveis (ou eventos) mutuamente exclusivas e coletivamente exaustivas. Uma descrição de cada estado é suficientemente rica de forma que não há incerteza a respeito das conseqüências de cada estado, uma vez conhecido;
- **Conseqüências:** um conjunto de conseqüências para o tomador de decisões é associado a cada estado possível. Em um cenário de investimentos, as conseqüências são normalmente descritas em termos de fluxos futuros de caixa (como taxas de juros, dividendos, caixa na venda de títulos, etc.) futuros recebidos;
- **Preferências:** o grau que cada conjunto de conseqüências é desejável para os agentes. A tomada de decisões é caracterizada pelo processo de otimização das preferências de cada tomador de decisões. A função de preferência dos agentes é dividida em dois componentes – uma função das crenças é uma função de preferências para o caso de conseqüências certas. A função de preferências, representadas por $U(.)$ é conhecida como função utilidade;

- **Crenças:** as crenças dos tomadores de decisão referem-se às probabilidades que podem ser subjetivas e individuais atribuídas a cada estado da natureza. Essas probabilidades são baseadas na experiência anterior, treinamento e educação dos investidores entre outros fatores. Naturalmente, as crenças são amplamente influenciadas pelo conjunto de informações à disposição dos tomadores de decisão.
- **Função Objetivo:** a função objetivo é caracterizada como a maximização da utilidade esperada dos agentes. A utilidade esperada é a "média" das utilidades dos vários estados da natureza ponderada pelas probabilidades desses. A maximização somente sugere que cada investidor escolhe as opções que proporcionam a maior utilidade esperada.

Com base nesses conceitos pode ser apresentado um exemplo simplificado de decisão de investimento⁵. Assuma que um investidor, neutro em relação ao risco, tem dois títulos como opções de investimento (A e B sendo ações de empresas negociadas em bolsas de valores) e que o preço de cada título é o mesmo \$ 50. O valor esperado ao final do período é de \$ 60 como apresentado no quadro a seguir.

⁵ Esse exemplo é baseado em Beaver (1998, pg. 21)

Quadro 1 – Decisão de Investimento

Estado	Probabilidade	Preço Final de A	Preço Final de B
1	0,5	\$ 80	\$ 40
2	0,5	\$ 40	\$ 80
Preço Final Esperado		\$ 60	\$ 60

Assumindo que o montante a ser investido é fixo (\$ 10.000) e que a única decisão refere-se a quanto investir em cada título. Como o investidor é indiferente ao risco, ignorando o pagamento de dividendos e considerações tributárias e operacionais, a única variável relevante é o valor possível da carteira ao final do período. Nesse caso o investidor é indiferente entre as alternativas de investimento uma vez que qualquer uma fornecerá a utilidade esperada de \$ 12.000 $[(\$ 10.000/50)*60]$. Assim, o investidor não demanda informações adicionais e sua decisão não apresenta maiores desafios. No entanto, de forma mais realista, o lucro da empresa por ação para o período não é conhecido e este número pode influenciar a decisão.

Nesse caso, o papel da informação financeira é o de alterar a probabilidade de ocorrência dos estados futuros na análise do investidor. Assim, será ilustrado o uso do lucro por ação como informação relevante. Simplificadamente, assume-se que existem somente dois "sinais" possíveis relacionados ao lucro da empresa: no sinal X a empresa A apresentará lucro de \$ 6 e a B de \$ 4; no sinal Y a empresa A

apresentará \$ 4 e a B \$ 6. É importante ressaltar que todos os sinais possíveis devem ser considerados; esse é somente um exemplo simplificado com dois sinais. Com esses dois sinais as probabilidades de ocorrência dos estados 1 e 2 alteram-se para 0.9 e 0.1 com o sinal X e 0.1 e 0.9 com o sinal Y, respectivamente. Essa "nova realidade" levará à revisão da decisão tomada como mostra o quadro 2 abaixo.

Quadro 2 – Efeito da Informação

Sinal	Lucro A	Lucro B	Prob. 1	Prob. 2	Preço Final A	Preço Final B
X	\$ 6	\$ 4	0.9	0.1	$0.9 * (\$80) + 0.1 * (\$40) = \$76$	$0.9 * (\$40) + 0.1 * (\$80) = \$44$
Y	\$ 4	\$ 6	0.1	0.9	$0.1 * (\$80) + 0.9 * (\$40) = \$44$	$0.1 * (\$40) + 0.9 * (\$80) = \$76$

Onde as probabilidades referem-se aos estados condicionais aos sinais X e Y. Agora o investidor deve tomar a decisão que otimize o valor de seu portfolio. Assumindo que os preços são os mesmos do exemplo anterior e que o montante para investimento também, se o sinal X for observado a decisão mais adequada será a de investir 100% dos recursos no título A que tem uma utilidade esperada de \$ 15.200 $[(10.000/50) * 76]$. Da mesma forma, se o sinal Y é o observado o investimento ideal será 100% dos recursos no título 2 com utilidade esperada de \$ 15.200. O investidor não sabe inicialmente qual sinal será apresentado. Assim, ele deve ponderar a utilidade esperada para cada caso em questão. No exemplo

anterior o resultado é trivial. No entanto, em exemplos mais realistas a utilidade esperada condicional varia de acordo com os sinais.

Pode-se definir que o valor de um sistema de informações (por exemplo, nesse caso o acesso ao lucro das empresas) é a diferença no nível de utilidade esperada na situação anterior e posterior à evidenciação da informação. Assim, o investidor preferirá aquele sistema de informações que produza a maior utilidade esperada. Outra consideração importante é que um sistema de informações gratuito será sempre melhor do que ausência de informações uma vez que a decisão do investidor será sempre ótima.

Considerando a contabilidade financeira como um sistema de informações para os investidores de mercado de capitais, a sua utilidade para os investidores pode ser avaliada. Assim, verifica-se que a informação emanada da contabilidade deixa de possuir valor intrínseco e passa a depender do tipo de decisão a ser tomada, da atitude do investidor em relação ao risco (esta foi considerada nula no exemplo acima) e de outras características do processo de decisão. Essa observação é bastante natural dentro da teoria de finanças mas representa um ponto de ruptura com a teoria contábil normativa tradicional. A discussão deixa o foco das características ideais da informação por intermédio da comparação com conceitos pré-estabelecidos e passa a enfatizar a utilidade esperada dos usuários.

Conforme visto acima, o contexto dentro do qual o usuário da informação tomará as suas decisões é fundamental para a verificação da utilidade da informação. Para o caso do investidor em mercados financeiros a teoria do portfólio (*one period, mean-variance portfolio theory* como *proxy* simplificada para o desenvolvimento do argumento, Sharpe, 1995) fornece a base para a análise. Não será apresentada uma discussão detalhada da teoria do portfólio por fugir dos objetivos do trabalho e por existirem muitas discussões extensas do assunto (Sharpe, 1995; Foster, 1986 são exemplo com abordagens bem simplificadas). Maior fundamentação teórica é fornecida em trabalhos como Ingersoll, 1996; Huang and Lutzemberger, 1998, Duffie, 1997 e Cochrane, 2001. Nesta seção o foco será dado nas questões da teoria do portfólio que são relevantes para a contabilidade.

Dois aspectos da teoria do portfólio são importantes para a contabilidade financeira:

1. os parâmetros relevantes para o investidor estão resumidos ao retorno esperado do portfólio e seu respectivo risco (variância do retorno), sendo a contribuição dos títulos individuais para estes dois parâmetros do portfólio as variáveis relevantes e não o retorno ou risco individual dos títulos⁶;

⁶ Essa consideração tem pouca relevância para o retorno do portfólio que será a média ponderada dos retornos dos títulos individuais. Para o risco do portfólio a consideração é mais importante uma vez que o risco do portfólio não será a média ponderada das variâncias dos títulos devido a presença de covariância. Assim, parte do risco individual dos títulos poder ser diversificada ficando o portfólio (no caso de diversificação perfeita) somente com o risco sistêmico.

2. a estratégia adotada pelo investidor (passiva, ativa, agressiva, etc) influencia a demanda por informação do mesmo. Assim o papel da informação financeira é alterar as crenças dos investidores em relação ao comportamento dos títulos. Neste cenário as crenças do investidor referem-se ao retorno esperado e à variância do retorno do portfólio⁷. Esses dois parâmetros são funções do retorno esperado dos títulos individuais, da variância do retorno dos títulos individuais ($\sigma^2 (R_i)$) e da covariância ou correlação dos retornos dos ativos individuais ($\sigma^2 (R_i, R_j)$). Assim, para ser útil a informação deve alterar esses parâmetros.

O modelo de mercado (*market model*) fornece uma caracterização do retorno dos títulos. Nesse modelo o retorno de um título é composto de uma parte sistemática e uma não sistemática relacionada com o retorno do portfólio de mercado⁸. Mais claramente o modelo de mercado pode ser apresentado da seguinte forma:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + v_i$$

Onde:

⁷ O retorno de um título refere-se a soma de dividendos e outros recebimentos mais apreciação (ou menos redução) do valor do mesmo divididos pelo respectivo valor de mercado no início do período. O retorno esperado do portfólio é representado formalmente como $E(R_p)$ e a variância como $\sigma^2 (R_p)$ respectivamente.

⁸ Inclui em tese todos os ativos da economia. Normalmente um índice representativo do mercado de capitais é utilizado.

R_i = retorno do ativo i

R_m = retorno no portfólio de mercado

u_i = retorno específico (não sistemático)

α_i = intercepto da relação linear

β_i = parâmetro da relação linear

$\alpha_i + \beta_i R_m$ = parcela sistemática do retorno

Assim, os investidores podem diversificar os risco específico dos títulos compondo o portfólio possuindo somente demanda por informações acerca do risco sistêmico. Isso demonstra que as demandas dos investidores em relação à informações financeiras de títulos negociados em mercado será dependente da diversificação dos portfólios possuídos. Assim, no caso limite de um investidor que está totalmente diversificado, a única informação relevante refere-se ao beta (β_i) do portfólio sem maiores demandas por informações específicas dos títulos.

Como a diversificação apresenta enormes benefícios para a gestão do portfólio, por que alguns investidores escolheriam a não diversificação e dessa forma demandariam informações específicas sobre títulos individuais? Segundo Beaver (1998, pg. 27) duas razões principais podem ser apontadas:

1. custos de transação podem inviabilizar uma estratégia de diversificação especialmente em mercados menos líquidos;

2. os investidores podem perceber a existência de títulos negociados abaixo do preço necessário para a respectiva remuneração pelo risco. Essas duas motivações podem aparecer juntamente e estão relacionadas com o nível de eficiência do mercado. Para o prosseguimento da análise alguns conceitos adicionais devem ser definidos:

- **Mercado Eficiente:** Segundo Malkiel (1992; p.67), pode-se ter a seguinte definição de mercado eficiente:

"Um mercado de capitais é considerado eficiente se ele reflete completamente e corretamente toda a informação relevante na determinação do preço dos ativos. Formalmente, o mercado pode ser dito como eficiente em respeito a um dado conjunto de informações...se o os preços não forem afetados pela revelação dessa informação aos participantes. Da mesma forma, eficiência com respeito a um conjunto de informação implica que é impossível a realização de lucros econômicos através da operação com base naquelas informações."

- **Mercado Completo:** um mercado é dito completo quando existem opções de negociação para todos os tipos de títulos em uma data futura contingências a um dado fenômeno (Beaver, 1995; p.18). Essa definição implica um mercado rico em termos

de opções de negociação e na inexistência de condições de arbitragem.

Assim, as preferências dos investidores, e conseqüentemente a respectiva demanda por informações financeiras, dependem também das características gerais do mercado em termos de eficiência⁹. Pode-se depreender de uma análise sucinta da perspectiva da informação para investidores em mercados financeiros que a relativa "ineficiência" de determinado mercado pode aumentar a demanda por informações específicas sobre títulos devido as dificuldades de diversificação.

Dessa forma, pode-se considerar que a demanda por informações contábeis é maior em mercados menos eficientes em comparação com os seus correspondentes mais desenvolvidos.

2.3 Regime de Competência, Fluxo de Caixa e Desempenho da Firma: uma Análise sob a Perspectiva da Informação

Apesar de suas idiossincrasias ao se procurar semelhanças entre os regimes contábeis ao redor do mundo encontra-se, com certeza, referências comuns ao regime de competência e sua relação com o fluxo de caixa. Podemos observar também que parece haver unanimidade acerca do fato de que a

⁹ Cabe ressaltar que a abordagem da informação vindo sendo aplicada em muitos outros cenários de decisão. Os problemas mais analisados são aqueles relacionados à assimetria de informação, características da informação contábil como bem público, seleção adversa, stewardship, moral hazard e teoria da agência segundo Beaver (1998, pg. 30-31). Devido ao objetivo deste trabalho o foco deste capítulo continuará relacionado com as decisões de investidores em mercados financeiros

contabilidade deve fornecer informações úteis aos tomadores de decisão. No entanto, esses conceitos não são interligados de forma clara e científica e muitas vezes são apresentados de forma puramente descritiva e normativa. Nesta seção procura-se consolidar o tema dentro de uma visão econômica do papel da informação para os agentes econômicos. Assim, define-se de forma objetiva qual o papel econômico do fluxo de caixa e do regime de competência dentro de uma perspectiva essencialmente informacional.

A discussão é iniciada com o conceito de informação. Suponha um mundo no qual não existe dúvida a respeito da realização futura de um dado fenômeno, o lançar de uma moeda, por exemplo. Nesse caso, você sabe-se exatamente o resultado, por exemplo Cara. Nessa situação não existe demanda de informações adicionais sobre o evento em questão. Quando não há incerteza não há necessidade de informação sobre o fenômeno em questão. Quando a informação é relevante então? Exatamente quando não se sabe com precisão o resultado futuro de um fenômeno como é o caso da esmagadora maioria dos eventos econômicos. Voltando ao caso da moeda, em uma situação normal é padrão assumir que as faces da moeda têm a mesma chance de serem obtidas no jogo. Quando não se tem certeza do futuro o conceito de chance se torna importante. Ou seja a idéia de chance está intimamente ligada com o conceito de incerteza.

Representa-se formalmente a idéia de chance por intermédio da definição de probabilidade. Como se sabe que a totalidade de eventos possíveis tem chance igual a 1 de ocorrer (certeza) e também que as chances de Cara e Coroa

são as mesmas diz-se que Cara e Coroa tem probabilidades iguais a 50% (0,5). Supondo que se esteja participando de um jogo no qual o resultado C (cara) rende \$1 e que o resultado K (coroa) faça pagar \$1. Você está preparado para lançar a moeda e um amigo lhe diz que a meteorologia acabou de anunciar chuvas para o dia seguinte. Esse anúncio do seu amigo pode ser considerado como informação? Não para o evento em questão –lançar da moeda. Assim, tem-se uma definição importante: informação do ponto de vista econômico tem que estar ligada ao evento em análise e mudar as expectativas em relação ao futuro alterando, conseqüentemente, as ações. Supondo que um outro amigo lhe diz que a moeda está viesada de forma que tem uma probabilidade de 0,7 (setenta por cento) de apresentar face igual a coroa após um lançamento. Tem-se informação nesse caso? Claramente que sim. Um agente não irá mais querer participar desse jogo nessas condições uma vez que não mais se trata de um *fair game*.

Assim, informação do ponto de vista econômico pode ser caracterizada por alterar as crenças dos agentes sobre acontecimentos futuros. Alternativamente, a informação também é útil para resolver problemas de assimetria informacional que não precisam estar necessariamente ligados a eventos futuros. Tecnicamente, a informação realiza uma filtragem entre as várias possibilidades que compõe o conjunto total de eventos possíveis $S = (s_1, s_2, s_3, s_4, \dots, s_n)$, para uma partição $S_1 = (s_1, s_2)$ mais condensada. Assim, fontes de informação que confirmam que o conjunto S_0 pode ocorrer não agregam nenhum valor para o usuário. A palavra partição é chave na definição do conceito de informação.

Trabalha-se com o exemplo da empresa Alpha. Essa empresa está realizando seu planejamento em X0 para o ano X1. Ela trabalha com três cenários possíveis para a economia (Recessão, Moderado, Crescimento) e três cenários para sua própria performance (Medíocre, Estável, Superior). Para cada combinação de cenário econômico e performance essa empresa apresentará um lucro conforme a tabela abaixo.

Quadro 3 – Empresa Alpha Inicial

Performance	Economia	Combinação	Lucro
Medíocre	Recessão	(p1,e1)	100
Medíocre	Moderado	(p1,e2)	150
Medíocre	Crescimento	(p1,e3)	200
Estável	Recessão	(p2,e1)	150
Estável	Moderado	(p2,e2)	200
Estável	Crescimento	(p2,e3)	250
Superior	Recessão	(p3,e1)	200
Superior	Moderado	(p3,e2)	250
Superior	Crescimento	(p3,e3)	300

Imagine um analista tentando entender o comportamento da empresa. Esse analista, não possui informações privilegiadas sobre o comportamento da firma. A assimetria informacional é natural entre gestores e usuários externos. No entanto, o resultado apresentado pela firma pode lhe dar algumas pistas. Supondo que o lucro que a empresa apresentou foi de \$100. Nesse caso não há dúvida. A empresa teve uma performance medíocre em uma economia recessiva. O pior dos

mundos. A mesma coisa acontece, de forma inversa, se o lucro apresentado pela empresa foi de \$300. Nesse caso sabe-se que a empresa apresentou uma performance superior em uma economia em crescimento. A situação começa a se complicar quando resultados intermediários surgem. Supondo que a empresa apresente lucro de \$ 200. Nesse caso, as combinações (p1,e3), (p2,e2), (p3,e1) são possíveis. Se o analista possui informações adicionais sobre o desempenho da economia ele pode discriminar (realizar uma partição final) chegando à performance da firma. Se ele souber, por exemplo, que a economia apresentou crescimento, pode concluir que a performance da firma foi medíocre (p1, e3).

Dessa forma, pode-se observar que a informação econômica possui exatamente essa função. Ela ajuda a realizar uma partição dos vários estados da natureza possíveis até aqueles que são mais prováveis contribuindo para o entendimento do que realmente aconteceu com a firma.

2.3.1 O Fluxo de Caixa como Fonte de Informação

Continuando com o exemplo da empresa Alpha supondo agora que ela tenha adquirido uma máquina no valor de \$ 100,00 que será depreciada linearmente ao longo de ⁴5 anos. Continuando com o mesmo conjunto de resultados possíveis e supondo que a única despesa/custo relevante para a empresa seja a depreciação da máquina, amplia-se a análise no quadro 3.

Quadro 4 – Empresa Alpha Fluxo de Caixa

Combinação	Receitas	Depreciação	Fluxo de Caixa	Lucro
(p1,e1)	125	25	125	100
(p1,e2)	175	25	175	150
(p1,e3)	225	25	225	200
(p2,e1)	175	25	175	150
(p2,e2)	225	25	225	200
(p2,e3)	275	25	275	250
(p3,e1)	225	25	225	200
(p3,e2)	275	25	275	250
(p3,e3)	325	25	325	300

Nesse caso pode-se ver que o fluxo de caixa é igual à receita porque não existem custos/despesas que afetam o caixa. Nesse caso, existe alguma diferença entre a informação gerada pelo fluxo de caixa e aquela gerada pelo lucro no quadro 1? Supondo que a empresa tenha apresentado o lucro de \$200. Esse lucro nos levaria à partição (p1,e3), (p2,e2), (p3,e1) anteriormente mencionada. Essa partição é a mesma obtida se observarmos o fluxo de caixa de \$225. Não existe diferença. Nesse exemplo o lucro e o fluxo de caixa possuem o mesmo conteúdo informativo, ou seja eles levam à mesma partição da realidade. O analista irá precisar de informações adicionais para verificar a performance da empresa esteja ele trabalhando com o lucro ou com o fluxo de caixa da empresa Alpha.

Ou seja, o fluxo de caixa fornece um conjunto informacional importante mas de uma outra natureza em relação ao lucro. Se estivéssemos falando de

recebíveis, por exemplo, a empresa Alpha poderia comunicar por intermédio do fluxo de caixa o nível de inadimplência. O regime de competência, por intermédio da provisão para devedores duvidosos, trata da inadimplência dos empréstimos atuais mas que somente terá reflexos no caixa futuro. A PDD é prospectiva enquanto o caixa trata da realização dos eventos.

2.3.2 O Regime de Competência como Fonte de Informação

Uma leitura pouco cuidadosa do exemplo anterior poderia levar a conclusão que lucro e fluxo de caixa são a mesma coisa cumprindo a mesma função. Essa conclusão equivocada é obtida pela utilização indevida do regime de competência na depreciação da máquina. Como se pode observar no exemplo, a depreciação da máquina foi a mesma independentemente da performance da firma e da economia. Essa é uma situação bastante improvável, uma vez que com a economia aquecida a máquina deveria ser mais utilizada gerando uma depreciação econômica maior. No quadro 5 apresenta-se o exemplo anterior trabalhando com depreciações mais próximas da realidade.

Quadro 5 – Empresa Alpha Regime de Competência

Combinação	Receitas	Depreciação	Fluxo de Caixa	Lucro
(p1,e1)	125	25	125	100
(p1,e2)	175	30	175	145
(p1,e3)	225	35	225	190
(p2,e1)	175	25	175	150
(p2,e2)	225	30	225	195
(p2,e3)	275	35	275	240
(p3,e1)	225	25	225	200
(p3,e2)	275	30	275	245
(p3,e3)	325	35	325	290

Nesse exemplo percebe-se que a depreciação da máquina acompanha o desempenho geral da economia sendo mais depreciada quando a economia cresce. Assim, o lucro apresenta uma partição mais fina da realidade do que o fluxo de caixa. Por exemplo, supondo que o fluxo de caixa tenha sido de \$ 225, temos a seguinte partição da realidade (p1,e3), (p2,e2), (p3,e1) já vista anteriormente. Ao observar somente o fluxo de caixa continua-se sem informações claras sobre a performance da firma. Olhando para o lucro tem-se uma visão mais clara. Nesse caso teremos lucros de \$190, \$195 ou \$200. Ou seja, se o lucro apresentado for de \$195 o analista poderá saber exatamente qual a combinação performance da firma, desempenho da economia (p2,e2 nesse caso).

No exemplo anterior (quadro 4 – fluxo de caixa) foi dito que o analista precisava de informações sobre o desempenho da economia para chegar ao

desempenho da firma. Agora ele não precisa mais. Por que? Porque a depreciação forneceu essa informação. Como assim? A depreciação forneceu informações sobre o desempenho da economia? Sim, ao apresentar valores diferenciados dependendo da utilização da máquina, o que por sua vez depende do desempenho da economia.

Chega-se a um ponto crucial da discussão. Para que a contabilidade e o regime de competência se diferenciem do fluxo de caixa, isto é para que eles apresentem maior conteúdo informativo, é necessário que os gestores da firma, por intermédio do regime de competência, possam mostrar o real desempenho econômico da entidade. Quando o regime de competência é padronizado, normatizado e engessado, volta-se ao quadro 4 onde não há diferença entre lucro e fluxo de caixa. O regime de competência é, em sua essência, um instrumento poderoso de quebra de assimetria informacional. O fluxo de caixa não. O fluxo de caixa não possui esse poder. Ele promove uma partição dos estados natureza possíveis a um conjunto mais amplo de possibilidades. O regime de competência promove uma partição mais fina dos estados da natureza. No entanto, para que O regime de competência possa cumprir adequadamente essa função é necessário que os gestores possuam liberdade para informar o mercado sobre o comportamento da firma.

Pode-se perguntar com base nessas observações, porque a contabilidade é tão regulada uma vez que o regime de competência funciona de forma tão importante como instrumento de quebra de assimetria informacional? Para o

entendimento dessa realidade é necessário trazer outro conceito para a discussão: conflito de agência. Reguladores, auditores e outros envolvidos na prática da contabilidade temem que se os gestores tiverem liberdade excessiva o resultado seria uma manipulação incontrolável dos resultados. As normas existem, muitos argumentam, para evitar que gestores e demais envolvidos na administração da firma possam 'fabricar' os números de acordo com seus interesses. Apesar de válida, essa argumentação carrega uma importante falha conceitual que será vista a seguir.

É assumido que a regulação funciona como um antídoto para fraudes e manipulações. Essa visão é inadequada. Não existem evidências empíricas que comprovem essa assertiva, muito pelo contrário. Existem mais ou menos manipulações em países como Inglaterra e Austrália (menos regulados) ou Brasil e Alemanha (extremamente regulados)? Essa pergunta é difícil de ser respondida, mas existem algumas pistas. Em recente estudo Ball et al (2001) mostraram empiricamente que o conservadorismo é superior em países de *common law* do que em países de *code law* ao contrário do que se esperava. Os autores argumentam que a qualidade dos números contábeis não depende somente dos padrões contábeis em utilização mas sim do ambiente e da governança que obriga gestores a fornecerem informações fidedignas aos usuários. Nesse aspecto, um ponto crucial é levantado. A contabilidade é um instrumento de governança. De nada adianta colocar no papel normas específicas impondo que os gestores devem ser conservadores, por exemplo, se não existe *enforcement* (fazer cumprir) a norma. Os mecanismos de governança existem para resolver os conflitos entre

fornecedores de capital e os gestores da firma. A contabilidade se insere nesse contexto como base para a formação dos contratos e para a quebra de assimetria informacional. Assim, o comportamento dos agentes em relação aos números contábeis (manipulação, por exemplo) não depende somente das características desses números, mas fundamentalmente do regime de governança aplicado.

A manipulação dos resultados e outros problemas apontados pelos defensores da regulação são muito mais advindos do regime geral de governança da economia do que do nível de regulação imposto sobre a contabilidade. A função de fornecimento de informações que a contabilidade tem como mais nobre não pode ser exercida em sua plenitude se os gestores não puderem comunicar ao mercado a situação econômica da firma. Esse 'engessamento' destrói valor.

2.4 Ligação do Referencial Teórico com a Abordagem de Pesquisa Empregada

As discussões realizadas nas três primeiras seções deste capítulo servem como base para o desenvolvimento do desenho de pesquisa empregado neste trabalho. Dentro do conceito econômico de informação, essa somente será relevante quando for capaz de impactar a crença dos agentes econômicos sobre o futuro da economia ou de uma determinada entidade econômica sendo

analisada¹⁰. Essa visão ilumina significativamente a pesquisa em contabilidade na medida que oferece uma estrutura para a investigação de sua relevância.

No desenho desse tipo de pesquisa surge a necessidade de se explicitar qual *proxy* será utilizada como aproximação da crença dos agentes econômicos. É justamente contra essa *proxy* que os testes serão realizados. Ou seja, alterações na *proxy* estatisticamente relacionadas com a contabilidade serão consideradas indícios de que as variáveis explicativas estão sendo relevantes. Matematicamente:

$$\text{proxy informacional} = f(\text{variáveis explicativas-contábeis})$$

Dessa forma, pode-se aplicar um desenho de análise de regressão clássico para investigar o problema da relevância da informação contábil¹¹. Para isso, no entanto, é necessário que sejam definidas as *proxys* adequadas. Os valores de mercado, preços e retorno das ações das empresas negociadas em bolsas de valores organizadas, são candidatos imediatos. Isso porque o mercado de capitais, conforme discutido na seção 2.2, por intermédio das ordens de compra e venda nos títulos negociados, reflete a expectativa dos vários agentes. Dessa forma, o comportamento dos preços dos títulos entre as empresas e da mesma empresa ao longo do tempo reflete as informações disponíveis sobre seus

¹⁰ Pode-se argumentar de forma mais rigorosa que quando um evento não impacta as crenças futuras dos agentes esse evento não poderá ser chamado de informação. Dentro dessa visão, não existe informação relevante ou não – existe só informação, que impacta as crenças dos agentes sobre o futuro.

¹¹ Estudos desse tipo também são chamados de *value relevance*.

respectivos desempenhos futuros. Uma crítica comum a essa categoria de *proxies* é que o mercado financeiro reflete uma ampla gama de fatores que extrapola em muito o desempenho da firma. Assim, é extremamente difícil isolar do comportamento dos preços a parcela referente ao desempenho futuro da firma. Algumas técnicas têm sido utilizadas para amenizar esse problema. A mais comum é realizar controles de tamanho da firma ou de risco sistêmico (beta). No entanto, o debate continua sobre a validade desses procedimentos.

Neste trabalho adota-se uma metodologia alternativa. Uma observação casual da pesquisa positiva produzida em contabilidade internacionalmente mostra que existe uma grande correlação entre pesquisa positiva e a utilização de dados oriundos do mercado de capitais. Essa associação, apesar de dominante, não é restritiva. Pesquisas dentro da tradição positiva podem ser realizadas utilizando-se fontes alternativas de dados. Neste trabalho procurou-se contornar o problema da dificuldade de se isolar a performance da firma nos dados de mercado com a utilização de informações contábeis específicas de cada empresa. Assim, optou-se por utilizar o resultado operacional de cada firma nos anos seguintes à reavaliação como *proxy* informacional.

Essa *proxy*, naturalmente, possui vantagens e desvantagens sobre as variáveis de mercado. Entre as vantagens, está sua menor sensibilidade a fatores mais voláteis que impactam o comportamento dos preços dos títulos negociados no mercado financeiro. Apesar de ser impactado por variáveis macroeconômicas, por exemplo, que estão fora da gestão da firma, o modelo de reconhecimento

contábil não é tão rápido como o mercado financeiro para reconhecer essas variáveis. Assim, pode-se argumentar que o resultado operacional isola melhor o impacto da reavaliação na performance das firmas. Outro aspecto positivo é a indiferença do resultado operacional a questões de microestrutura de operação do mercado financeiro. Sua principal desvantagem como *proxy* informacional é que o resultado operacional futuro não é observável no presente, da mesma forma que são as variáveis de mercado. Como se tratam de variáveis *ex-post* (realizadas), sua importância informacional está reduzida. Por outro lado trata-se variáveis realizadas e não de expectativas como ocorre com as variáveis de mercado.

Assim, optou-se por utilizar ambas as *proxies* para avaliar a relevância das reservas de reavaliação. Espera-se, dessa forma, reduzir o grau de arbitrariedade inerente na escolha de métricas na pesquisa empírica.

2.4.1. Análise do Regime de Competência dentro da Perspectiva da Informação

Como a reavaliação de ativos não possui efeito imediato no caixa pode-se afirmar que o estudo de sua relevância é um caso especial do estudo da relevância dos *accruals*¹². Assim, este trabalho investiga se o ajuste da reavaliação adiciona informação relevante aos montantes registrados segundo o custo histórico. Por que os *accruals* adicionariam informação que ainda não

¹² Ajustes ao fluxo de caixa advindos do regime de competência.

houvesse sido refletida no fluxo de caixa? Por que um *accrual* adicional e subjetivo como a reavaliação adicionaria valor ao custo histórico? Para endereçar essa questão do ponto de vista teórico é necessário recorrer ao conceito de assimetria informacional.

Dentro da perspectiva da informação, a contabilidade serve a duas funções básicas: quebrar assimetria informacional e servir de base para a formação de contratos. Para que a contabilidade cumpra sua função de quebra de assimetria informacional é necessário que ela seja capaz de levar ao mercado de forma economicamente eficiente informações ainda não disponíveis. Uma das formas mais importantes de cumprir essa função é levar ao mercado informações privilegiadas possuídas pelos administradores. Assim, a contabilidade pode funcionar como um canal eficaz para comunicar o conhecimento privilegiado dos administradores. No exemplo da reavaliação, os gestores da firma possuem informações superiores ao mercado em relação ao real estado dos ativos. Assim, a reavaliação pode funcionar como uma forma de informar o mercado a respeito do valor dos ativos.

É intuitivo observar que essa capacidade de refletir informações privilegiadas dos administradores aumenta a relevância da contabilidade. No entanto, como normalmente ocorre, esse aumento de relevância vem acompanhado de um aumento correspondente na subjetividade. É o tradicional dilema entre relevância e objetividade que acompanha todo e qualquer *accrual*. Dessa forma, observa-se que a relevância que, pelo menos em tese, a reavaliação adiciona ao custo

histórico possui uma contrapartida negativa. A investigação empírica realizada neste trabalho é uma forma de contribuir para a discussão acerca desse *trade-off*.

Este trabalho procura estabelecer uma forma empírica de avaliar a propriedade do *accrual* advindo da reserva de reavaliação. Esse tipo de investigação contribui para entender o outro papel que a contabilidade possui além de quebrar assimetria informacional: formar contratos. Isso porque a reavaliação afeta o valor do patrimônio que é base para *covenants* muito comuns em contratos de financiamento de longo prazo (*eurobonds e euronotes*). A inclusão ou não da reserva de reavaliação no patrimônio, base para *covenants* relacionados ao índice dívida/patrimônio (*debt-to-equity ratio*), é um debate importante na contabilidade internacional. Alguns *covenants* são baseados em normas contábeis norte-americanas mesmo para empresas brasileiras. Uma das razões para esse tipo de procedimento é a não existência do instituto da reavaliação nas normas americanas. Pesquisas que trazem novas informações sobre a relação entre a reavaliação e o desempenho econômico da firma podem contribuir para o estabelecimento da base contábil adequada a ser utilizada no estabelecimento de *covenants*. A utilização das normas americanas em *covenants* de empresas brasileiras assume de forma precipitada que a reavaliação não fornece informações economicamente relevantes.

3. A Reavaliação de Ativos na Contabilidade Brasileira e Pesquisas

Relacionadas

3.1 Normas Contábeis Brasileiras Relacionadas e a Reavaliação

O principal normativo contábil para as empresas abertas brasileiras é a Lei 6.404/76 (e suas alterações) que estabelecem as regras fundamentais de contabilidade no Brasil. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tem poder de emitir normativos sobre matéria contábil, mas que não podem estar em desacordo com a Lei devido a sua hierarquia. A Secretaria da Receita Federal (SRF) possui influência significativa na contabilidade brasileira (por muitos considerada danosa; Ali and Hwang, 2001) uma vez que a validação fiscal de determinado critério contábil contribui em muito para a sua disseminação. Exemplo desse fato é a Correção Monetária Integral das Demonstrações Financeiras que, uma vez não mais permitida para fins fiscais, passou a ser praticada por um número bastante reduzido de empresas (apesar de sua publicação ser facultativa).

Do ponto de vista da classificação dos regimes contábeis internacionais (Nobes, 1998), a contabilidade brasileira apresenta um caso singular. Tradicionalmente, a contabilidade brasileira seria classificada dentro do chamado modelo europeu-continental. O governo emite a maior parte das normas contábeis, as empresas brasileiras não dependem do mercado aberto de valores mobiliários para obter financiamento e a concentração acionária é total. A proteção

ao investidor no Brasil é considerada muito pobre e casos de expropriação de acionistas minoritários são comuns (Anderson, 1999). No entanto, ao invés de um conjunto de regras contábeis conservadoras como é o normal nos países europeus continentais, os administradores brasileiros possuem discricção considerável em relação aos procedimentos contábeis aceitáveis. A figura 1 apresenta as principais características do modelo contábil brasileiro.

Figura 1 - Modelo Contábil Brasileiro – Continuação

Normas Contábeis Específicas		Brazil	US-GAAP	IAS
Itens Extraordinários		Segregados do resultado	Similar ao Brasil	Similar ao Brasil
Ajustes de Períodos Anteriores		Ajustes nos lucros acumulados de mudanças não relacionadas a eventos subsequentes e mudanças de políticas contábeis	Aplicação retrospectiva	Similar ao Brasil
Mudanças de Políticas Contábeis		Evidenciação obrigatória	O efeito acumulado na DRE	Informação pro-forma
Gastos com P&D		Podem ser capitalizados e Diferidos	Com poucas exceções deve ser tratado como despesa	Desenvolvimento pode ser capitalizado em situações muito específicas

Esse cenário difere substancialmente daquilo que é comumente apresentado na literatura a respeito de países que adotam o modelo europeu continental onde a legislação tributária possui grande influência. Harris et alii (1994) mostram que os números contábeis alemães são bastante conservadores e que as reservas ocultas se constituem em razão para a preocupação dos investidores. A contabilidade brasileira possui uma ligação forte com as normas tributárias da mesma forma que na Alemanha. No entanto, as regras contábeis brasileiras permitem flexibilidade maior do que as regras da Alemanha e mesmo as regras de alguns países anglo-saxões (como é o caso da reavaliação de ativos e da capitalização de P&D que não são permitidos nos EUA). Isso ocorre porque as empresas brasileiras podem apresentar demonstrações financeiras que não sigam exatamente as mesmas normas emanadas pela SRF. Os ajustes para o cálculo dos tributos são realizados em um livro contábil separado (livro de apuração de lucro real – LALUR). No entanto, muitas firmas adotam as mesmas normas emanadas pela SRF. Da mesma forma que na Alemanha, os dividendos são legalmente relacionados com o lucro o que tenderia a aumentar o viés conservador nas demonstrações financeiras.

Sumarizando, a legislação brasileira permite grande flexibilidade na escolha dos métodos contábeis (o que não é comum nos países de tradição europeia continental). Essa flexibilidade advém da estrutura da regulação no Brasil que é claramente inspirada no modelo norte-americano com flexibilidades adicionais. No entanto, o modelo contábil e de governança no Brasil é muito similar ao modelo

de países europeus continentais (ver figura 1). Assim, pode-se dizer que o modelo brasileiro é híbrido. Ou seja, o Brasil possui uma regulamentação relativamente liberal inserida em um modelo de governança bastante típico dos países europeus continentais.

A Lei 6.404/76 inicialmente permitiu a reavaliação dos ativos do grupo ~~permanente~~. Esse grupo é composto de investimentos, imobilizado e diferido. Em 1995 a CVM restringiu a reavaliação de ativos (Deliberação 183) somente para o imobilizado e investimentos. Em 1999 a SRF (Regulamento do Imposto de Renda – RIR) restringiu a reavaliação somente para o ativo imobilizado. Assim, pode-se perceber que os órgãos reguladores estabeleceram um processo de restrição gradual da liberdade das empresas de realizar a reavaliação dos ativos. Este trabalho está focado somente na reavaliação de ativos imobilizados. Para a realização da reavaliação é necessário que a Assembléia Geral de Acionistas indique três avaliadores independentes (peritos). Esses peritos devem produzir um parecer especificando as bases para a reavaliação, o novo valor e a vida útil remanescente do ativo. Esse documento (parecer) deve ser mantido pela empresa como prova da reavaliação.

O novo montante reavaliado passa a ser apresentado no balanço da firma e a depreciação passa a ser calculada sobre esse novo montante ao longo da vida útil do bem. A contrapartida da reavaliação do ativo é uma conta de reserva de reavaliação no patrimônio. A reserva de reavaliação é apresentada líquida dos impostos porque a reavaliação é tributada no Brasil. Na contabilidade australiana,

a reavaliação não é tributada como no caso brasileiro; Easton et all (1993) descrevem detalhadamente o tratamento da reavaliação na contabilidade australiana. No Brasil, a reavaliação somente é tributada mediante sua realização. Essa realização pode ser feita de forma gradual ao longo da vida útil do ativo (depreciação) ou imediatamente no caso da venda do ativo.

Por exemplo, supondo que uma máquina tenha sido reavaliada para R\$ 1.000,00 (tinha um valor original depreciado de R\$ 0 com uma vida útil de 4 anos sob uma alíquota de 20%). A reserva de reavaliação será de R\$ 800 devido aos 20% de impostos¹³. O montante de R\$ 200 se refere ao passivo tributário que deverá ser pago ao longo da vida útil do ativo ou inteiramente se o ativo for vendido, por exemplo. Os administradores possuem liberdade para determinar o momento da reavaliação. No entanto, todos os ativos da mesma categoria devem ser reavaliados no âmbito da firma. Os ganhos na venda do ativo imobilizado são considerados como não operacionais. No momento da venda do ativo, o montante remanescente da reserva de reavaliação deve ser baixado totalmente. As empresas precisam evidenciar o método usado para a reavaliação e a vida útil remanescente do ativo.

Existe um considerável debate no Brasil acerca da propriedade da realização da reserva de reavaliação. O projeto de reforma da Lei das Sociedades Anônimas atualmente tramitando no Congresso elimina o instituto da reavaliação e propõe um tratamento similar ao praticado nos Estados Unidos (US-GAAP).

Alguns autores (Iudicibus et al, 2003) argumentam que a reavaliação funciona como um substituto para a correção monetária integral que deixou de ser obrigatória a partir de 1995. O principal argumento contrário a realização da reavaliação é de que ela pode ser usada como um instrumento para 'administrar' as demonstrações da firma. Este trabalho pretende lançar novas informações sobre esse problema.

O sistema geral de governança e contábil no Brasil difere substancialmente daquele encontrado na Austrália e no Reino Unido. Evidências acerca da relevância da reavaliação no Brasil aumentam nosso conhecimento da importância da contabilidade em cenários alternativos àqueles normalmente apresentados na literatura. Pesquisas anteriores (Lopes, 2002 e Iudicibus e Lopes, 2004) mostram que o ambiente econômico brasileiro pode reduzir significativamente a relevância da informação contábil para os usuários externos. Esses autores também argumentam que os administradores brasileiros possuem poucos incentivos para praticar uma política de evidenciação ampla.

3.2 Pesquisas Anteriores

3.2.1 Reavaliação de Ativos

Aboody, Barth and Kasznik (1999) realizaram o trabalho mais completo, do ponto de vista metodológico, sobre as evidências empíricas da reavaliação de

¹³ $1000 - 1000 * 0.2 = 800$

ativos já publicado na literatura internacional. Eles investigaram a relação entre a reavaliação do ativo imobilizado de empresas inglesas e a performance futura (lucro operacional e fluxos de caixa) preços e retornos. Os autores realizaram controles para a relação dívida/patrimônio (*debt-to-equity ratios*), listagem internacional (emissão de *American Depositary Receipts* - ADRs) e atividades de aquisição de outras companhias. Os autores concluíram que as reavaliações são positivamente relacionadas com mudanças na performance futura das firmas. Eles também concluíram que as reavaliações estão relacionadas de forma significativa com preços e retornos. Essa relação se mostrou menos significativa para empresas que apresentaram altos índices dívida/patrimônio (D/E), mostrando que os administradores podem também estar motivados pela saúde financeira da firma. A relação também é menos significativa para empresas listadas e em períodos econômicos mais voláteis. Os autores argumentam que os resultados apresentados demonstram que a reavaliação de ativos fornece informações relevantes sobre a performance das firmas, sendo dessa forma, 'desejável'.

Os resultados de Aboody, Barth and Kasznik (1999) são baseados somente em dados de empresas inglesas. No entanto, os resultados são consistente com estudos anteriores baseados em firmas australianas (Barth and Clinch, 1998; Easton, Edey, Harris, 1993, Sharpe and Walker, 1975; Brown and Finn, 1980; Standish and Ung, 1982). Essa ampla literatura confirma, dentro de várias estruturas metodológicas, que a reavaliação de ativos fornece informações econômica e estatisticamente significantes sobre a performance das firmas. No entanto, todas essas evidências são baseados em países com estruturas de

governança relativamente similares. Este trabalho é, no melhor juízo do autor, o primeiro a estudar a relevância da reavaliação em um país de tradição jurídica romana e em desenvolvimento. Aboody, Barth and Kasznik (1999) sugerem que evidências mais amplas obtidas em outros países são importantes para contribuir com as ações de órgãos reguladores como o IASB. Este trabalho pretende contribuir para a literatura nesse aspecto.

3.2.2 Pesquisa Internacional em Mercado de Capitais - *Markets-based International Accounting Research*

Este trabalho também contribui para a chamada Pesquisa Internacional em Mercado de Capitais - *Markets-based International Accounting Research* (Meek and Thomas, 2004). Esses autores apontam para a relevância de examinar as teorias existentes em ambientes diferentes daqueles nos quais elas foram desenvolvidas. Esse ponto é especialmente relevante na área de contabilidade e finanças onde grande parte da teoria é desenvolvida em países como Estados Unidos e Inglaterra que possuem mercados de capitais desenvolvidos. Estudos baseados em outros países podem oferecer insights importantes a respeito da confirmação das teorias ou das causas do seu não funcionamento. Esses estudos de acordo com Wallace e Gemon (1991: 220) podem comprovar ou negar a universalidade da teoria. Dummontier and Raffoumier (2002: 146), por outro lado, criticam trabalhos que somente se limitam a replicar estudos realizados em países mais desenvolvidos sem questionar a aplicabilidade da metodologia e das hipóteses em contextos diferentes. Este trabalho endereça essas preocupações

ao fornecer evidências, baseadas em um país em desenvolvimento, que são relevantes até mesmo para órgãos reguladores em mercados mais desenvolvidos. Os resultados obtidos a partir de empresas brasileiras ajudam a aprofundar o debate sobre a generalidade dos argumentos até hoje apresentados.

Este trabalho também contribui para uma outra área de pesquisa em contabilidade internacional: a chamada área de classificações contábeis. É fato comumente aceito na literatura de contabilidade internacional que países de direito consuetudinário (*common law countries*) possuem sistemas contábeis direcionados a '*fair presentations*' (apresentações justas), transparência e evidenciação ampla (*full disclosure*) dos números contábeis, enquanto que países de tradição jurídica romana são orientados a *compliance* com a legislação e evidenciação opaca. A legislação tributária não possui uma influência tão forte na contabilidade societária em países como Inglaterra e Estados Unidos como possui em países como Brasil e Alemanha. Ball et al (2001) mostraram que o conservadorismo e oportunidade do reconhecimento do resultado econômico pelo contábil é maior em países de direito consuetudinário (Estados Unidos, Reino Unido e Austrália) do que em países de tradição romana (França, Japão e Alemanha). Outros autores (Cairns, 1997) criticam essa distinção argumentando que a convergência de práticas e normas contábeis está fazendo essa distinção ficar obsoleta. Este trabalho contribui diretamente para esse debate mostrando que a contabilidade para usuários externos no Brasil é pouco informativa e que as reservas de reavaliação fornecem informações relacionadas com o desempenho futuro das firmas apesar de pouco significativas economicamente.

4 Modelos e Resultados

4.1 Estatísticas Descritivas

A amostra foi composta de firmas que apresentaram reservas de reavaliação em cada um dos anos de 1995 até 2003. Informações anteriores a esse período ficam contaminadas pelo método de correção monetária integral das demonstrações. Os dados foram obtidos do banco de dados da Economatica sendo usados valores por ação para os testes de mercado e dados agregados para os testes de performance. Da amostra inicial composta de todas as empresas negociadas na Bovespa no período foram selecionadas 476 empresas-ano (*firm-year observations*)¹⁴ para os testes de mercado, 266 para os testes de performance com três anos, 349 para os testes de performance de 2 anos e 458 para os testes de performance de um ano. A Tabela 1 abaixo apresenta as estatísticas descritivas para a amostra com valores apresentados por ação.

Tabela 1- Estatísticas Descritivas

Variáveis	Media	Mediana	Desvio Padrão.
P_0	0.76	0.04	1.87
BV_{it}	1.54	0.07	3.39

¹⁴ Como foram usados dados em painel 1 *firm-year observation* se refere a um dado de uma empresa para um determinado ano. Outro dado da mesma empresa para um ano seguinte refere-se a outro *firm-year observation*.

EARN_{it}	0.10	0.002	0.28
ΔEARN_{it}	0.03	0.00	0.54
ΔOPINC_{it}	22,314	1,566	136,148
ΔOPINC_{it+1}	24,628	1,737	114,874
ΔOPINC_{it+2}	26,396	2,888	20,396
ΔOPINC_{it+3}	26,313	4,744	63896
MB	0.49	0.40	0.82
Rev	80,720	23,978	148,818
log(Ativos)	5.72	5.65	0.66
REVps_{it}	0.13	0.01	0.35
Receitas	705,713	202.351	1,943.602
R_{it}	0.25	0.00	0.54

Os resultados encontrados são típicos de amostras coletadas de firmas localizadas no Brasil. Os dados apresentam desvio padrão significativo em relação à média em quase todas as variáveis demonstrando a conhecida heterogeneidade das firmas negociadas no mercado acionário brasileiro.

4.2 Desenho da Pesquisa e Resultados

4.2.1 Performance Futura das Firms

Para testar a relevância da reserva de reavaliação dentro da modelagem definida na seção 2.4 é necessária uma especificação para o teste empírico. Este trabalho utiliza as especificações do artigo de Aboody, Barth and Kasznik (1999)

para manter a comparabilidade dos resultados. Inicialmente, é estimada a seguinte regressão para dados em corte como proposto por Aboody et al (1999):

$$\Delta OPINC_{t+\tau} = \alpha_0 + \alpha_1 REV_{it} + \alpha_2 \Delta OPINC_{it} + \alpha_3 MB_{it} + \alpha_4 \log(ASSETS_{it}) + \varepsilon_{it}$$

(1.1)

Onde:

$\Delta OPINC_{t+\tau}$ = lucro operacional no ano $t+\tau$, menos o lucro operacional no ano t .

Onde $\tau = 1, 2, 3$

REV_{it} = reserva de reavaliação no ano t para a firma i

MB_{it} = relação preço/ valor patrimonial

$ASSETS_{it}$ = ativos totais da firma para o ano t

A equação (1) é estimada para mudanças no resultado operacional para cada um dos três anos subsequentes dentro do horizonte da amostra. Lucro operacional é o lucro antes dos impostos, juros, depreciação, amortização e todos os resultados não operacionais. Apesar do foco em somente três períodos de resultados futuros realizados pode-se argumentar que a reavaliação tem impactos sobre períodos maiores de tempo. Como os resultados encontrados apontam para a pequena relevância econômica mesmo para períodos mais curtos de tempo, essa limitação não parece ser relevante. A relação preço/valor patrimonial é utilizada para controlar efeitos de risco como proposto por Fama and French

(1992). O logaritmo do ativo total no final do ano é utilizado para controlar efeitos potenciais de diferenças de tamanho entre as firmas.

No entanto, de acordo com Brown et al (1999) a inclusão do logaritmo dos ativos como proposta por Aboody et al (1999) não é uma proxy adequada para controlar os efeitos de tamanho. Brown et al (1999) sugerem que os dados por ação sejam deflacionados pelo valor total dos ativos no final do período e pelas receitas, como medidas mais adequadas para controlar os problemas de escala. Dentro da especificação (1.1) se a reavaliação de ativos fornece informações relevantes para os usuários externos o coeficiente α_1 seria positivo, economicamente e estatisticamente significativo. A tabela 2 apresenta os resultados da equação (1.1).

Tabela 2 – Testes de Performance Futura das Firmas

$$\Delta OPINC_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 REV_t + \alpha_2 \Delta OPINC_t + \alpha_3 MB_t + \alpha_4 \log(ASSETS_t) + \varepsilon_t$$

<i>Valores não deflacionados (1.1)</i>	α_0	α_1	α_2	α_3	α_4	<i>Adj. R²</i>
Coefficiente	159,958	0.09	0.39	2,311	12,726	0.35
t-statistic	-3.69	2.60	11.45	0.47	3.73	
p-value	0.00	0.01	0.00	0.64	0.00	
<i>Deflacionados por ativo total (1.2)</i>						
	α_0	α_1	α_2	α_3		<i>Adj. R²</i>
Coefficiente	0.01	-0.02	-0.26	0.01		0.08
t-statistic	1.99	-0.76	-6.06	1.77		
p-value	0.05	0.45	0.00	0.08		
<i>Deflacionados por receitas (1.3)</i>						
	α_0	α_1	α_2	α_3		<i>Adj. R²</i>
Estimate	0.20	0.01	0.07	-0.14		0.14
t-statistic	1.67	5.32	7.15	-1.23		
p-value	0.09	0.00	0.00	0.22		

$$\Delta OPINC_{t+2} = \alpha_0 + \alpha_1 REV_t + \alpha_2 \Delta OPINC_t + \alpha_3 MB_t + \alpha_4 \log(ASSETS_t) + \varepsilon_t$$

<i>Valores não deflacionados (1.1)</i>	α_0	α_1	α_2	α_3	α_4	<i>Adj. R²</i>
Estimate	-167,531	0.14	0.42	-4,508	13,705	0.35
t-statistic	-3.90	4.45	7.31	-1.08	4.05	
p-value	0.00	0.00	0.00	0.28	0.00	
<i>Deflacionados por ativo total (1.2)</i>						
	α_0	α_1	α_2	α_3		<i>Adj. R²</i>
Estimate	0.01	0.02	-0.18	-0.01		0.04
t-statistic	2.82	0.74	-3.53	-1.96		
p-value	0.01	0.46	0.00	0.05		
<i>Deflacionados por receitas (1.3)</i>						
	α_0	α_1	α_2	α_3		<i>Adj. R²</i>
Estimate	-0.12	0.05	-0.02	0.04		0.29
t-statistic	-0.89	11.83	-1.81	0.31		
p-value	0.35	0.00	-0.07	0.76		

$$\Delta OPINC_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 REV_t + \alpha_2 \Delta OPINC_t + \alpha_3 MB_t + \alpha_4 \log(ASSETS_t) + \varepsilon_t$$

<i>Valores não deflacionados (1.1)</i>	α_0	α_1	α_2	α_3	α_4	<i>Adj. R²</i>
Estimate	-293,623	0.02	0.02	-3,998	24,488	0.31
t-statistic	-8.28	1.02	0.33	-1.18	8.81	
p-value	0.00	0.31	0.74	0.24	0.00	
<i>Deflacionados por ativo total (1.2)</i>						
	α_0	α_1	α_2	α_3		<i>Adj. R²</i>
Estimate	0.02	-0.01	0.02	0.00		0.00
t-statistic	3.12	-0.34	0.21	0.09		
p-value	0.00	0.73	0.84	0.93		
<i>Deflacionados por receitas (1.3)</i>						
	α_0	α_1	α_2	α_3		<i>Adj. R²</i>
Estimate	0.06	0.01	-0.07	0.01		0.26
t-statistic	0.48	0.63	-8.87	-0.07		
p-value	0.63	0.53	0.00	0.94		

Os resultados apresentados na tabela 2 acima confirmam o esperado sobre problemas de escala na regressão. Acredita-se que o valor de receitas é o melhor deflacionador a ser aplicado porque não está diretamente relacionado à reavaliação ou ao valor dos ativos totais. Dessa forma, a interpretação dos resultados será baseada nos números deflacionados por receitas¹⁵. Os resultados mostram que a reserva de reavaliação explica de forma estatisticamente

significante o resultado operacional futuro das empresas para um e dois anos seguintes. O coeficiente para o terceiro ano não é estatisticamente significativo. Existe certa similaridade entre os valores não deflacionados e os deflacionados por receita. Isso demonstra, conforme esperado (Brown et al., 1999), que o deflacionamento por ativos totais nesse tipo de pesquisa causa mais problemas do que corrige os efeitos de escala. Esses resultados confirmam os resultados de pesquisas anteriores sobre o assunto (Brown et al., 1999). Deve-se ressaltar que, apesar de positivos, os coeficientes apresentados são bastante modestos e devem ser comparados com os custos de realização da reavaliação – que são significativos.

Conforme comentado na seção 1.2, a interpretação da magnitude do coeficiente na regressão deve ser feita com cuidado. O ideal seria compará-lo com os custos envolvidos no processo de reavaliação. Esse tipo de comparação, infelizmente, não é possível devido a indisponibilidade dos dados. Pode ser observado, no entanto que o coeficiente variou em magnitude de 1% a 5% para os três períodos considerados. Esses montantes são modestos em termos dos resultados futuros considerados. Assim, pode-se concluir que, apesar de estatisticamente significantes, os coeficientes apresentam expressão econômica bastante modesta. Quanto ao poder explicativo das regressões (R^2 ajustado), apesar de que sua análise não é objeto desta pesquisa, os resultados são consistentes com pesquisas anteriores (Aboody et al., 1999)

¹⁴ Os demais resultados foram apresentados com finalidade de ilustrar o efeito dos problemas de escala na regressão e da impropriedade de se utilizar o ativo total para deflacionar um elemento componente do ativo como pesquisas recentes fizeram Collins et al (1997).

4.2.2 Testes de Mercado

Para testar o comportamento dos preços das ações das empresas negociadas na Bovespa em relação à reavaliação de ativos são utilizadas especificações baseadas em retornos e preços. Inicialmente, é estimado o seguinte modelo similar ao que é freqüentemente utilizado na literatura internacional por autores como Amir et all (1993), Easton et all (1993) and Barth and Clinch (1996)¹⁶:

$$P_t/P_{t-1} = w_0 + w_1 BV_t/P_{t-1} + w_2 EARN_t/P_{t-1} + w_3 REV_t/P_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

Onde:

P_t = preço da ação quatro meses após o término do ano fiscal t

BV_t = patrimônio líquido por ação excluindo o montante da reserva de reavaliação

$EARN_t$ = lucro por ação

REV_t = reserva de reavaliação por ação para a firm i no ano t

Também é estimada uma regressão em corte (*cross section*) para os retornos:

$$R_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 EARN_{it} + \gamma_2 \Delta EARN_{it} + \gamma_3 REV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

¹⁶ As variáveis são deflacionadas por P_{t-1} para corrigir efeitos de escala como sugerido por Brown et all (1999) .

Onde R_{it} é o retorno da ação da firma i no período t , calculado como $(P_{it} - P_{i,t-1} + \text{div}_{it}) / P_{i,t-1}$. Essa especificação pretende investigar a oportunidade (*timeliness*) do reconhecimento da reserva de reavaliação. A equação 3 adiciona informação complementar à equação 2 porque a reserva de reavaliação pode estar diretamente relacionada com o preço das ações (*value relevance*), mas seu reconhecimento pode não ser oportuno (*timeliness*). Esse fenômeno pode ocorrer porque os administradores no Brasil possuem liberdade para decidir a data para realização da reavaliação inicial dos ativos. Deve-se lembrar, no entanto, que o momento de realização da reserva de reavaliação depende de uma série de incentivos aos quais os administradores estão expostos. Por exemplo, os administradores podem reavaliar os ativos nas proximidades de fusões e/ou aquisições ou do exercício de *covenants*. Essas forças não são analisadas em sua totalidade neste estudo, mas podem ser extremamente relevantes. Os resultados são apresentados na tabela 3.

Tabela 3 – Testes de Mercado

$$P_{it}/P_{i,t-1} = w_0 + w_1 BV_{it}/P_{i,t-1} + w_2 EARN_{it}/P_{i,t-1} + w_3 REV_{it}/P_{i,t-1} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

	w_0	w_1	w_2	w_3	Adj. R^2
Coefficiente	1.09	0.02	0.08	0.02	0.07
t-statistic	33.66	3.62	5.33	3.43	
p-value	0.00	0.00	0.00	0.00	

$$P_{it} = w_0 + w_1 BI_{it} + w_2 EARN_{it} + w_3 REI_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.1)$$

	w_0	w_1	w_2	w_3	Adj. R ²
Coefficiente	0.08	0.41	1.35	-0.29	0.77
t-statistic	1.79	22.38	6.00	-2.32	
p-value	0.07	0.00	0.00	0.02	

$$R_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 EARN_{it} + \gamma_2 \Delta EARN_{it} + \gamma_3 REV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

	γ_0	γ_1	γ_2	γ_3	Adj. R ²
Coefficiente	0.20	0.46	0.03	0.06	0.05
t-statistic	6.61	4.50	0.59	0.73	
p-value	0.00	0.00	0.55	0.47	

Na tabela 3 são apresentados os resultados da equação sem a correção dos problemas de escala (equação 2.1). Como sugerido por Brown et al (1999) os resultados diferem significativamente dos dados corrigidos¹⁷. A interpretação da equação 2 é que as reservas de reavaliação estão significativamente (do ponto de vista estatístico) relacionadas com os preços das ações. No entanto, os coeficientes são modestos, o que confirma os resultados apresentados nos testes de performance futura das firmas (tabela 2). Os resultados da equação 3 mostram que existe uma associação muito pobre entre lucros e retornos no Brasil, como pesquisas anteriores já mostraram (Lopes, 2001), e que a reavaliação não se relaciona com os retornos de forma estatisticamente significativa. Esse resultado implica no diagnóstico de que a reavaliação, apesar de estar relacionada com os preços (*value relevance*), não é incorporada de forma oportuna (*timeliness*).

A interpretação consolidada dos testes de performance futura e mercado é a seguinte: apesar de a reavaliação de ativos estar relacionada com a performance futura das firmas e com seu preço de mercado (*value relevance*), sua realização não fornece informação oportuna (*timeliness*) para o mercado.

Uma observação adicional é necessária no que se refere ao *timeliness* da reavaliação no Brasil. Conforme comentado anteriormente (Ali and Hwang, 2001), o Brasil apresenta características estruturais que reduzem a demanda pela contabilidade financeira como redutora de assimetria informacional. Autores ligados a linha informacional (Demski, 1997; Christensen and Demski, 2003; Beaver, 1998; Leuz et al., 2004; Christensen and Feltham, 2003) confirmam essa visão que associa a utilidade da contabilidade às necessidades informacionais dos tomadores de decisão. Pesquisas recentes realizadas no Brasil (Iudícibus e Lopes, 2004) também demonstram, para o ambiente local, que a contabilidade financeira é pouco relevante. Assim, pode-se argumentar que não é a reserva de reavaliação que possui pouca oportunidade (*timeliness*), mas sim a contabilidade financeira no Brasil como um todo.

4.3 Análises Adicionais

¹⁷ Resultados apresentados com finalidade ilustrativa conforme feito anteriormente, nota 13

Os testes realizados anteriormente são re-estimados com a introdução do índice dívida-patrimônio (*debt-to-equity ratio*). Esse procedimento visa investigar a possibilidade das reservas de reavaliação serem realizadas com o objetivo de 'melhorar' (manipular) a situação patrimonial das firmas. Esse tipo de 'manipulação' pode ocorrer por várias razões, sendo a existência de *covenants* as mais comuns. A tabela 4 apresenta os resultados.

Tabela 4 – Testes com Controle da Relação Dívida/PL (D/E)

Testes Baseados na Performance Futura das Firmas

$$\Delta OPINC_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 REV_{it} + \alpha_2 \Delta OPINC_{it} + \alpha_3 MB_{it} + \alpha_4 REV_{it} * D/E + \varepsilon_{it}$$

	α_0	α_1	α_2	α_3	α_4	Adj. R ²
<i>Deflacionados por ativo total (1..2)</i>						
Coefficiente	0.01	-0.01	-0.27	0.01	-0.01	0.08
t-statistic	1.94	-0.61	-6.11	1.83	-0.38	
p-value	0.05	0.54	0.00	0.07	0.71	
<i>Deflacionados por receitas (1..3)</i>						
Coefficiente	0.15	0.00	0.06	-0.05	-0.04	0.28
t-statistic	1.66	4.02	8.43	-0.62	-10.50	
p-value	0.10	0.00	0.00	0.53	0.00	

$$\Delta OPINC_{t+2} = \alpha_0 + \alpha_1 REV_{it} + \alpha_2 \Delta OPINC_{it} + \alpha_3 MB_{it} + \alpha_4 REV_{it} * D/E + \varepsilon_{it}$$

	α_0	α_1	α_2	α_3	α_4	Adj. R ²
<i>Deflacionados por ativo total (1..2)</i>						
coeficiente	0.01	0.02	-0.19	-0.01	-0.00	0.04
t-statistic	2.73	0.76	-3.59	-1.99	-0.34	
p-value	0.01	0.45	0.00	0.04	0.73	
<i>Deflacionados por receitas (1..3)</i>						
Coefficiente	0.08	0.02	-0.04	-0.00	-0.00	0.16
t-statistic	0.75	1.79	-5.33	-0.03	-6.45	
p-value	0.46	0.07	-0.06	0.98	0.00	

$$\Delta OPINC_{t+3} = \alpha_0 + \alpha_1 REV_{it} + \alpha_2 \Delta OPINC_{it} + \alpha_3 MB_{it} + \alpha_4 REV_{it} * D/E + \varepsilon_{it}$$

	α_0	α_1	α_2	α_3	α_4	Adj. R ²
<i>Deflacionados por ativo total (1..2)</i>						
Coefficiente	0.02	-0.01	0.01	0.00	-0.00	0.00
t-statistic	3.09	-0.23	0.18	0.09	-0.14	
p-value	0.00	0.82	0.86	0.93	0.89	

Deflacionados por receitas (1..3)	α_0	α_1	α_2	α_3	α_4	Adj. R ²
Coeficiente	0.04	-0.03	-0.07	-0.01	0.00	0.33
t-statistic	0.31	-2.78	-9.27	-0.14	4.94	
p-value	0.76	0.01	0.00	0.89	0.00	

Testes de Mercado

$$P_{it}P_{t+1} = w_0 + w_1BI_{it}^*/P_{t+1} + w_2EARN_{it}/P_{t+1} + w_3REV_{it}^*/P_{t+1} + w_4(REV_{it}^*/P_{t+1})^*D/E + \epsilon_{it}$$

	w_0	w_1	w_2	w_3	w_4	Adj. R ²
Coeficiente	1.09	0.02	0.08	0.02	-0.001	0.06
t-statistic	33.63	3.42	5.12	2.62	-0.67	
p-value	0.00	0.00	0.00	0.01	0.50	

$$R_{it} = \gamma_0 + \gamma_1EARN_{it} + \gamma_2\Delta EARN_{it} - \gamma_3REV_{it} + \gamma_4REV_{it}^*D/E + \epsilon_{it}$$

	γ_0	γ_1	γ_2	γ_3	γ_4	Adj. R ²
Coeficiente	0.20	0.45	0.02	0.14	-0.01	0.05
t-statistic	6.60	4.38	0.43	1.40	-1.46	
p-value	0.00	0.00	0.67	0.16	0.14	

Os resultados apresentados na tabela 4 demonstram que a inclusão do índice dívida/pl é estatisticamente significativa e negativa para dois períodos futuros nos testes de performance futura e negativos, mas não estatisticamente significantes, para os testes de mercado. Esses resultados sugerem que existem motivações alternativas para a realização das reservas de reavaliação por parte dos gestores das firmas.

Pesquisas mais recentes (Leuz et al., 2004) têm enfatizado a importância de se estudar a contabilidade levando em consideração o amplo ambiente dentro do qual ela está inserida. Dentro dessa visão, a contabilidade deve ser estudada além

das fronteiras da firma individual e questões institucionais e relativas à motivação dos agentes econômicos devem ser consideradas. Como os referidos autores mencionam, essa maior abrangência do papel da contabilidade pode ser obtida dentro de linhas metodológicas diferentes (econômica, sociológica, legal, institucional etc). Este trabalho, dentro da linha econômica, tenta contribuir nessa direção na medida que demonstra, empiricamente, a importância da estrutura patrimonial e dos *covenants*¹⁸ nas decisões tomadas pelos gestores das firmas modernas.

A significância estatística da relação dívida/patrimônio nas especificações apresentadas demonstra que fatores que não deveriam, pelo menos em tese dentro da abordagem normativa, influenciar a reavaliação dos ativos, na realidade estão sendo levadas em consideração. Esse resultado demonstra como a teoria da contabilidade deve estar aberta a considerar as várias influências que os gestores das firmas sofrem na condução de suas ações.

¹⁸ Cabe ressaltar que aqui se está referindo aos *covenants* legais (explícitos) e também aos implícitos baseados nas relações comerciais das firmas com seus credores.

5 Conclusões e Implicações para Pesquisas Futuras

Este trabalho investigou o impacto da reavaliação de ativos no comportamento da performance futura, do preço de mercado e do retorno das ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Os resultados encontrados demonstram que a reavaliação de ativos está associada de forma estatisticamente significativa com o resultado futuro das firmas e seus preços de mercado sendo, portanto, *value relevant*. Embora estatisticamente significantes, os resultados possuem significado econômico limitado devendo ser comparados com o custo da realização da reavaliação. Os testes de mercado relacionados com o retorno demonstram que a reavaliação de ativos, apesar de *value relevant*, não é oportuna (*timeliness*). Esse resultado deve ser interpretado à luz das características de governança do mercado brasileiro. Testes adicionais demonstraram que a relação dívida/patrimônio (*debt-to-equity ratio*) está significativamente relacionada de forma negativa com a performance futura das firmas demonstrando que existem motivações alternativas para a realização da reavaliação de ativos imobilizados no Brasil.

Pesquisas futuras podem se concentrar no tópico geral de escolhas de métodos contábeis. Esse tópico é pouco abordado no Brasil, apesar da grande flexibilidade de escolha que os gestores brasileiros possuem (capitalização de pesquisa e desenvolvimento, por exemplo). Outra contribuição deste trabalho que pode ser ampliada refere-se à utilização de *proxies* para o desempenho

econômico das firmas. A literatura internacional é demasiadamente focada em testes de mercado (preços e retornos) enquanto que resultados operacionais futuros (entre outras variáveis) baseadas em dados contábeis podem ser utilizadas.

Os resultados encontrados demonstraram uma aparente anomalia. O modelo de governança brasileiro sugere que a contabilidade financeira é pouco informativa. No entanto, os resultados demonstram que a reavaliação é significativa apesar de economicamente pouco relevante. Esse resultado demonstra como a questão da relevância da contabilidade financeira deve ser estudada com cuidado e que perspectivas do tipo 'caixa preta' (*common vs. code law*) não correspondem diretamente à realidade. Outros fatores parecem impactar a relevância da contabilidade e merecem ser investigados.

Pouco se conhece sobre a relação entre contabilidade e governança corporativa. Trabalhos recentes visam investigar a aparente causalidade reversa entre esses dois tópicos (Bushman and Piotroski, 2005; Lopes, 2004 e 2005). Esforços nesse sentido são meritórios na medida que iluminam os reais condicionantes da prática contábil. A reavaliação envolve uma escolha por parte dos administradores da firma e dessa forma pode ser impactada por incentivos advindos do modelo de governança. Estudos que investiguem os incentivos existentes para os administradores brasileiros tomarem suas escolhas contábeis podem contribuir significativamente para o entendimento do papel da contabilidade no mercado de capitais brasileiro.

Pesquisas recentes mostram que um entendimento adequado da contabilidade somente pode ser obtido se esta for enxergada além das fronteiras da firma considerando o ambiente institucional envolvido. Pesquisas que procurem entender o papel da contabilidade em ambientes distintos do mercado público de títulos têm grande potencial. O mercado de crédito baseado em negociações privadas entre as firmas e instituições financeiras, devido a sua importância na economia brasileira, merece especial destaque. O papel que a contabilidade desempenha nesse tipo de ambiente institucional permanece sem documentação acadêmica.

Referências Bibliográficas

Aboody, D., M. Barth, R. Kasznik. 1999. Revaluations of fixed assets and future firm performance. *Journal of Accounting and Economics* 26: 149-178.

Accounting Standards Board. Financial Reporting Standards No 13. Accounting for Financial Instruments, London 1999.

Alford, A., JONES, J., Leftwich, R., Zmijewski, M., .1993. The Relative Informativeness of Accounting Disclosures in Different Countries. *Journal of Accounting Research*. Supplement to Vol. 31, p. 183-223.

Ali, Ashiq and Hwang, Lee-Seok. 2000. Country-Specific Factors Related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data. *Journal of Accounting Research*, 38. No 1, p. 1-25, Spring.

Amir, E., Harris, T.S., Venuti, E.K., 1993. A comparisson of US versus non-US GAAP accounting measures using form 20-f reconciliations. *Journal of Accounting Research*, 31 230-275.

- Anderson, C. W., .1999. Financial Contracting Under Extreme Uncertainty: an Analysis of Brazilian Corporate Debentures. *Journal of Financial Economics* 51, p. 45-84.
- Ashbaugh, H., and P. Olsson. 2002. An exploratory study of the Valuation Properties of Cross-Listed Firms' IAS and US GAAP Earnings and Book Values. *The Accounting Review*, Vol. 77 No 1.
- Ball, R., Kothari, S. P., Robin, A..2001.The Effect of Institutional Factors On the Properties of Accounting Earnings. *Journal of Accounting and Economics*.
- Ball, R.and Shivakumar, L. 2001. Earnings Quality in UK Private Firms. Working Paper. London Business School and University of Chicago.
- Bandyopadhyay, S. P., Hanna, J. D., Richardson, G., .1994. Capital Market Effects of US-Canada GAAP Differences. *Journal of Accounting Research*, Vol. 32. No 2, p. 262-277, Autumn.
- Barth, M. and G. Glinch. 1996. International accounting differences and their relation to share prices: evidence from UK, Australia, and Canadian firms. *Contemporary Accounting Research* 13, 135-170.

Barth, M.E., Clinch, G., 1998. Revalued financial, tangible and intangible assets: associations with share prices and non-market based estimates. *Journal of Accounting Research* 36, 199-233.

Barth, Mary E., Cram, Donald P., Nelson, Karen K. 2001. Accruals and the Prediction of Future Cash Flows. *The Accounting Review*. Vol. 76, No 1 January. 2001

Banco Central do Brasil. Circulares 3.068 de 8 de Novembro de 2001, 3.082 de 30 de Janeiro de 2002 e 3.086 de 15 de Fevereiro de 2002.

Basu, S., .1997. The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings. *Journal of Accounting and Economics*, p. 78-90.

Beaver, William H., 1998. *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, Prentice-Hall.

Brasil, Republica Federativa do. Lei 6.404 de 1976. Lei das Sociedades Anônimas.

Bromwich, M. 1992 *Financial Reporting, Information and Capital Markets*. Pitman Publishing. London.

Bromwich, M. 2000. *Notas do curso Corporate Financial Reporting*. London School of Economics and Political Science. Michaelmas term.

Brow, S., Lo, K., Lys, T., 1999. Use of R^2 in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 28, p.

Brown, L. D. 1996. Influential Accounting Articles, Individuals, Ph.D. Granting Institutions and Faculties: A Citational Analysis. *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 21, No 7/8, p. 723-754.

Bushman, Robert M. and Smith, Abbie J. .2001. Financial accounting and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics* 32, 237-333.

Bushman, R., Joseph Piotroski, 2005. Financial Reporting Incentives for Conservative Accounting: The Influence of Legal and Political Institutions. Forthcoming in the *Journal of Accounting and Economics*.

Caims, D. 1997. The future shape of harmonization: A reply. *European Accounting Review* 6: 305-348.

Chan, K.C., Seow G. S. 1996. The Association Between Stock Returns and Foreign GAAP Earnings versus Earnings Adjusted to US. GAAP. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 21, p. 139-158.

- Christensen, John; Joel S. Demski, 2003. Accounting Theory: an Information Content Perspective. McGraw-Hill Irwin, London.
- Christenses, Peter O.; Gerald Feltham. 2003. Economics of Accounting, Volume I – Information in Markets. Kluwer Academic Press. London.
- Cochrane, John, 2001. Asset Pricing. Princeton Universty Press, New Jersey.
- Collins, D. W., Maydew, E. L., Weiss, I. S., .1997. Changes in Value-Relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years. Journal of Accounting and Economics 24, p. 39-67.
- Collins, Daniel W., Pincus, Morton., Xie, Hong. Equity Valuation and Negative Earnings: The Role of Book Value of Equity. The Accounting Review. Vol. 74, No 1, January 1999. pp 29-61.
- Da Costa, R., T., Prefácio in Tertuliano, F., Pessoa, I., Aguiar, I., Ayoub, R., Trancanella, R., Rioli, V., (Eds). 1993. Full Disclosure: como Aperfeiçoar o Relacionamento das Empresas Abertas com o Mercado de Capitais. Editora Maltese, São Paulo, p. 11-13.
- Davis-Friday, P. and Rivera, J. 2000. Inflation Accounting and 20-F Disclosures: Evidence from Mexico. Accounting Horizons, Vol. 14, No2.

Demski, Joel. 1997. *Managerial Uses of Accounting Information*. Kluwer Academic Press, London.

Douplik, T. S., E. Martins, G. Barbieri. 1995. *Inovations in Brazilian Inflation Accounting*. *The International Journal of Accounting*, Vol. 30, p. 302-317.

Duffie, D., *Dynamic Asset Pricing Theory*. 2nd Edition. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1996.

Dummontier, P., B. Raffournier. 2002. *Accounting and Capital Markets: a survey of the European evidence*. *European Accounting Review* 11:119-151.

Easton, P.D., Edey, P.H., Harris, T.S., 1993. *An investigation of revaluations of tangible long-lived assets*. *Journal of Accounting Research* 31, 1-38.

Fama, E. F., French, K.R. 1992. *The cross section of expected stock returns*. *Journal of finance* 47, 427-465.

FASB. *Statement of Accounting Concepts No 2. Qualitative characteristics of Accounting Information*. New Haven, 1978.

FASB. *Statement of Accounting Concepts No 1. Elements of Financial Statements*New Haven, 1978

FASB. Statement of Financial Accounting Standards No 7. Disclosure About Fair Value of Financial Instruments. New Haven, 1997.

FASB. Statement of Financial Accounting Standards No 133. Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities. New Haven, 1998.

Foster, G. 1986. Financial Statement Analysis. 2nd ed. Englewood Cliffs.: Prentice Hall.

Gazeta Mercantil. 2000. O Mercado paga pouco para ter direito a voto. São Paulo, p. C-1, 22 de Dezembro.

Gomes, A. 2000. Going Public Without Governance: Managerial Reputation Effects. Journal of Finance, Vol. 55, No 2, April.

Guerreiro, R. 1989. Modelo Conceitual de um Sistema de Gestão Econômica. Tese de Doutorado Apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo para obtenção do Título de Doutor em Contabilidade e Controladoria. São Paulo.

Harris, T. S., Lang m., and Möller, H. P. 1994. The Value Relevance of German Accounting Measures: An Empirical Analysis. Journal of Accounting Research, Vol. 32, No 2, Autumn.

Huang, C., and Litzemberg, R. H., 1988 Foundations for Financial Economics. New York, NY: North-Holand.

Ingersol, J. E. 1986 Theory of Financial Decision Making. Studies in Financial Economics. Roman & Littlefield, New York.

International Accounting Standards Committee Foundation. 1989. Framework for Preparation and Presentation of Financial Statements. London.

International Accounting Standards Committee Foundation, 2004. Annual Report, 2003. IASB, London.

International Accounting Standards Committee. International Accounting Standards No 32 – Disclosure and Presentation of Financial Statements and International Accounting Standards No 39 – Accounting for Financial Instruments: Recognition and Measurement. London, 1999.

Iudícibus, Sérgio, Eliseu Martins. Ernesto Gelbcke, 2003. Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações. Editora Atlas. São Paulo, Brasil

Iudícibus, Sérgio de., Alexsandro Broedel Lopes. 2004. Teoria Avançada da Contabilidade. Editora Atlas, São Paulo, Brasil.

- Jacobsen, R. and D. Aaker. 1993. Myopic Management behaviour with efficient but imperfect, financial markets. *Journal of Accounting and Economics* 16, 383-405.
- Joos, P. and M. Lang. 1994. The Effects of accounting diversity: evidence from the European Union. *Journal of Accounting Research* 32 (supplement) 141-161.
- La Porta, R. Lopes-de-Silanez, Shleifer. 2000. A. Agency Problems Around the World. *Journal of Finance*, Vol. 55, Feb.
- La Porta, R., Lopes-de-Silanez F. Shleifer, A. 2002. Government Ownership of Banks. *Journal of Finance*, Vol. 57, No1.
- Leuz, Christian. and Jens Wusteman. The Role of Accounting in the German Financial System. Working paper, University of Pennsylvania, 2003.
- Leuz, Christian; Dieter Pfaff and Anthony Hopwood.2004. The Economics and Politics of Accounting. *International Perspectives on Research Trends, Policy, and Practice*. Oxford University Press, UK.
- Lopes, Alexsandro Broedel. 2001. A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à BOVESPA . Tese de Doutorado Apresentada para a FEA-USP.

Lopes, Alexsandro Broedel. 2002. *A Informação Contábil e o Mercado de Capitais*. Editora Thomson, São Paulo, Brasil.

Lopes, Alexsandro Broedel. 2004. Valuation Properties of Accounting Numbers in Brazil. *Journal of Corporate Ownership and Control*, 3rd issue.

Lopes, Alexsandro Broedel. 2005. *Accounting and Corporate Governance in Emerging Markets*. Dissertation Proposal. University of Manchester, Manchester, United Kingdom.

Luz, A. C. C. 2000. *A Nova Lei das S.A. e a Governança Corporativa*. Speech on the Institute of International Research (IIR). São Paulo, December.

Malkiel, B. 1992 "Efficient Market Hypothesis" in Newman, P., M. Milgate, and J. Eatwell (eds), *New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Macmillian, London.

Martins, Gilberto de Andrade. 2001. *Manual para Elaboração de Monografias e Dissertações*. São Paulo, Editora Atlas.

McKinsey & Company. 2000. From Local Control to Global Influence. São Paulo, Novembro.

Meek, G. K., W. B. Thomas. 2004. A review of markets-based international accounting research. *Journal of International Accounting Research*. Volume 3, No 1.

Nobes, Chris. Towards a General Model of the Reasons for International Differences in Financial Reporting, 1998. *Abacus*, September, vol. 34, iss. 2.

Ohlson, J. A. 1995. Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, Vol 11, No 2, p. 661-687. 1995.

Pope, P. and M. Walker. 1999. International differences in the timeliness, conservatism, and classification of earnings. Working paper. Lancaster University.

Sharpe, I. G., Walker, R.G., 1975. Asset revaluations and stock market prices. *Journal of Accounting Research* 13, 293-310.

Sharpe, W. 1995. *Investments*. 5th ed. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall.

Sloan, R. 2001. Financial Accounting and Corporate Governance: a Discussion. *Journal of Accounting and Economics* 32, 335-347.

Standish, P., Ung, S., 1982. Corporate signaling, asset revaluations and the stock prices of British companies. *The Accounting Review* 62, 701-715.

Studart, Rogerio. 2000. Financial Opening and Deregulation in Brazil in the 1990's: Moving Towards a New Pattern of Development Financing. *Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 40, p. 25-44.

Valadares, Silvia Mourthé. Ricardo Pereira Câmara Leal. 2003. Ownership and Control Structure of Brazilian Companies. Working Paper, Social Science Research Network (www.ssm.com).

Venkatachalan, M. 1996. The Fair Value of Bank's Derivatives Disclosures. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 32.

Wallace, R. S. O., and H. Gemon. 1991. Frameworks of international comparative financial reporting. *Journal of Accounting Literature* 10:209-264.

Watts, Ross. Jerold Zimmerman, 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice Hall.

White, G. I., Sondhi, A. C., Fried, D., 1994. *The Analysis and Use of Financial Statements*. John Wiley & Sons. New York.