

**Aplicação do Valor Justo em Propriedades Para Investimento: Uma Análise dos  
Impactos em Indicadores Financeiros e de Mercado**

**AUTORES**

**GISELE STERZECK – Mestre e Doutoranda no PPGC – FEA USP**

Universidade de São Paulo -SP  
gisterzeck@usp.br

**MARCUS A. STEFFEN – Mestrando no PPGA – FEA USP**

Universidade de São Paulo - SP  
msteffen@usp.br

**VITOR PALAZZO – Mestrando no PPGA – FEA USP**

Universidade de São Paulo - SP  
vitorpalazzo@yahoo.com.br

**VITÓRIO TONETTO FILHO – Mestrando no PPGC – FEA USP RP**

Universidade de São Paulo - RP  
vtfilho@fearp.usp.br

**ELISEU MARTINS - Professor Emérito FEA USP- Bacharel, Doutor e Livre-Docente  
pela FEA-USP**

Universidade de São Paulo – SP e RP  
emartins@usp.br

**RESUMO**

A adoção das normas internacionais de contabilidade (IFRS) traz para discussão série de contabilizações de eventos não tratados pela Lei 6.404/76. Um exemplo é o conceito dos ativos “propriedades para investimentos” (PIs) nos balanços societários, representado por propriedades mantidas pelos para auferir rendas, sendo anteriormente representadas dentro do grupo do Ativo Imobilizado. A norma internacional que regula as PIs, o IAS 40, e no Brasil o CPC 28, facultam à empresa contabilizar e mensurar essas PIs por seu valor justo ou pelo custo histórico. Este artigo teve como objetivo analisar o impacto da escolha da contabilização pelo valor justo ou pelo custo histórico das PIs no cálculo de alguns indicadores financeiros e de mercado, utilizando os dados das demonstrações financeiras das companhias abertas que operam no mercado de *shopping centers*. Foram analisados cinco indicadores tradicionais: retorno sobre o patrimônio líquido, retorno sobre o ativo, índice preço por lucro, endividamento e o índice preço por valor patrimonial da ação. Os resultados indicaram que, em geral, ao considerar a contabilização do valor justo das PIs, observa-se uma melhora significativa nesses indicadores em questão. É importante mencionar que durante as análises verificou-se que para as empresas selecionadas não foram observados uma uniformização nos critérios para se apurar o valor justo das PIs.

Palavras-chave: Valor Justo, Propriedade para Investimentos, *Shopping Centers*, CPC 28.

Área temática: 2.2 – Contabilidade Financeira

## 1. Introdução

A busca pela padronização das normas contábeis vem trazendo grandes avanços relacionados, entre outros, à utilidade da informação contábil, que está relacionada à sua relevância no processo de tomada de decisão de seus usuários. Em um mundo globalizado, as tendências de integração dos mercados de capitais exigem cada vez mais a padronização das informações contábeis para que os investidores tenham tempestivamente informações úteis para dar subsídio às suas decisões.

A questão da utilidade da informação contábil sempre esteve muito ligada ao principal grupo que utiliza essas informações. A literatura internacional aponta que elementos como tributação, sistema legal, história, cultura, sistema político são alguns dos fatores que influenciam na existência de práticas contábeis diversas. A influência do mercado de capitais também torna-se muito relevante pois está relacionada com a demanda das informações contábeis.

Dada a tendência de diversos países à adesão das normas internacionais de contabilidade, IFRS - *International Financial Reporting Standards*, a padronização tem a finalidade de tornar a informação contábil mais útil e relevante para seus diversos usuários, notadamente para os investidores, atuais e potenciais, e para credores (CPC-00). Porém, apesar do grande avanço em curso, ainda podem ocorrer possíveis discrepâncias na comparação entre dados contábeis de diferentes empresas, mesmo que pertençam ao mesmo segmento. Essas diferenças podem estar relacionadas aos incentivos para adoção das normas IFRS e às diferentes escolhas contábeis que podem ser feitas pelas empresas, uma vez que algumas decisões passam, por exemplo, pelo julgamento dos executivos da empresa (BALL, 2006; CAINS *et al*, 2011; SODERSTROM; SUN, 2007).

O assunto “escolhas contábeis”, além dos estudos relacionados ao entendimento das razões decorrentes das escolhas de políticas contábeis feitas pelos gestores, apresenta um tópico específico na academia que está relacionado ao gerenciamento de resultados. Muito se tem pesquisado com a intenção de identificar as razões que levam os executivos a gerenciar os resultados. Nesse sentido, os contratos de dívidas e os seus *covenants* contratuais, a remuneração dos altos executivos e a emissão e negociação de títulos mobiliários são os incentivos mais frequentemente encontrados na literatura explicando as razões do gestor exercer seu poder discricionário (BARTOV; MOHANRAM, 2004; ZENDERSKY, 2005). Conforme Zendersky (2005), o gerenciamento de resultados ocorre por duas principais razões: (a) o fato de que os princípios contábeis, ou simplesmente os GAAPs, não alcançarem todas as situações possíveis; e (b) o fato de mesmo onde há regras, existirem possibilidades de escolhas distintas sobre a aplicação dessa regra.

Na aplicação de determinadas práticas contábeis, portanto, sabe-se que podem ocorrer situações nas quais os GAAPs permitem a aplicação de formas alternativas de mensuração para um mesmo evento contábil. No Brasil, podemos encontrar essa situação na aplicação do Pronunciamentos Contábil CPC 28 - Propriedade para Investimentos (PIs).

Um ponto de muita discussão da aplicação dessa norma no Brasil refere-se ao fato de que as firmas têm a possibilidade de optar pela mensuração das PIs pelo valor justo ou pelo custo histórico. Ao optar pelo valor justo, o gestor pode utilizar de certa discricionariedade na determinação desse valor, visto que não há ainda mercados ativos amplos para Propriedades para Investimento no Brasil. Para esses casos, em que não há preços cotados de mercado, ou seja, não há dados externos observáveis, a norma determina a utilização de modelos de precificação, o que torna essa mensuração mais suscetível ao comportamento discricionário por parte do gestor.

O objetivo principal deste artigo está em analisar o impacto da contabilização do valor justo das PIs no cálculo de alguns indicadores financeiros e de mercado. Para isso, foram analisados, especificamente, o grupo de companhias abertas do ramo de *shopping centers*, porque dentro desse grupo temos companhias que contabilizam as PIs ao valor justo e outras que as mantêm pelo custo histórico. A busca pela padronização das normas contábeis já é fato, mas a existência de alternativas de aplicação dentro das próprias normas pode influenciar na utilidade e comparabilidade da informação contábil (CAIRNS *et al.*, 2011).

Para tanto, o presente artigo está dividido da seguinte forma: após esta introdução, apresentamos na seção 2 as discussões teóricas sobre PIs e uma análise dos prós e contras do valor justo como base de mensuração; na seção 3 demonstramos a metodologia utilizada; na seção 4 estão os resultados encontrados sobre o impacto da adoção ou não do valor justo nos indicadores financeiros e de mercado para a amostra utilizada; e na seção 5 apresentamos as considerações finais e propostas para futuras pesquisas.

## 2. Fundamentação

O referencial teórico do presente artigo está dividido em duas seções: na primeira discutimos os normativos sobre propriedades para investimento e algumas pesquisas realizadas, nacional e internacionalmente, com relação às PIs. Na segunda seção discutimos os prós e contras de uma abordagem do valor justo como base de mensuração, não somente para as PIs, mas também para ativos e passivos de uma forma geral.

### 2.1 Propriedades para Investimento

As propriedades para investimento passaram a ser reguladas pela norma internacional IAS 40 do *International Accounting Standards Board* (IASB), para os países que adotam o IFRS. O objetivo do IAS 40 foi definir o que são as propriedades para investimento, sua mensuração, bem como estabelecer seus respectivos requisitos de divulgação. A caracterização das PIs foi regulamentada no Brasil pelo CPC em seu pronunciamento técnico CPC 28 que foi baseado no IAS 40. Antes dessa orientação dada pelo CPC, as propriedades geradoras de receita ficavam classificadas dentro do Ativo Imobilizado, sem segregação das demais propriedades. Com o advento do CPC 28, essas propriedades passaram a ser classificadas de forma distinta dentro do grupo contábil do Ativo não Circulante, no subgrupo de Investimento.

O IAS 40 define propriedade para investimento como sendo o imóvel mantido por um proprietário ou arrendatário, em arrendamento financeiro, para beneficiar-se de sua posse, seja via aluguéis ou valorização do capital, ou ambos, exceto para (1) uso na produção, ou fornecimento de bens ou serviços, ou para fins administrativos (o que caracteriza o Ativo Imobilizado); ou (2) venda no curso normal dos negócios (o que caracteriza os Estoques).

A principal característica das PIs que as diferem das demais propriedades, tratadas pelo CPC 27 – Ativo Imobilizado, é que a geração de fluxos de caixa dessas PIs é independente de qualquer outro ativo. Para as demais propriedades, os fluxos de caixa ocorrem por conta da interação dessas propriedades com outros ativos usados no processo de produção ou na operação da empresa.

Com relação à mensuração, a propriedade para investimento deve ser mensurada inicialmente pelo custo histórico. Nas mensurações subsequentes a norma faculta o uso de duas abordagens: o valor justo ou o custo histórico. Neste último caso é necessária a divulgação em nota explicativa do valor justo da PI. O IAS 40 define ainda que o mesmo método, custo histórico ou valor justo, deve ser adotado para todas as propriedades para investimento de uma mesma empresa. A posterior alteração de um critério para outro é

permitida somente se isso resultar em uma apresentação mais fidedigna dos valores das propriedades, apesar de a norma ressaltar que parece altamente improvável a alteração de um modelo de valor justo para o custo histórico.

A mensuração da PI deve refletir as atuais condições e circunstâncias de mercado da propriedade na data da publicação do balanço. O melhor indicativo do valor justo são os preços cotados em mercados ativos. Entretanto, na falta desses preços, outras abordagens podem ser utilizadas, a saber, o uso de informações observáveis de itens semelhantes com alguns ajustes para refletir essas diferenças e o uso de modelos de precificação.

Especificamente para o mercado de *shopping centers*, parece razoável aceitar o uso dos modelos de precificação como forma de mensuração, uma vez que mercados ativos ou informações de itens semelhantes que possam suportar avaliações de ativos podem ser difíceis de encontrar. Cada *shopping center* possui características distintas que dificilmente podem ser captadas ou levantadas por meio de informações obtidas em transações com outros empreendimentos similares. Também podemos dizer que é coerente o uso da técnica de fluxo de caixa futuro descontado, uma vez que as entidades proprietárias dos *shoppings* possuem essas previsões fundamentadas na geração de receitas que já estão contratadas (contratos de locação) e na expectativa de despesas/investimentos futuros.

Cabe ressaltar que a norma incentiva a determinação do valor justo das PIs tendo por base a avaliação feita por avaliador independente, que tenha qualificação profissional relevante e reconhecida, e que tenha experiência recente no local e na categoria da propriedade para investimento que esteja sendo avaliada, como forma de reduzir erros de mensuração e potencial discricionariedade que possa surgir na determinação do valor justo da PI.

Poucos trabalhos no Brasil e no exterior fizeram análises da adoção do valor justo nas PIs, visto que a normatização do tema é bastante recente. Por ser facultado o uso do valor justo ou do custo histórico na mensuração do valor das PIs, alguns estudos foram realizados visando entender quais poderiam ter sido os direcionadores da escolha contábil para decisão da empresa para determinação do valor de uma PI.

Trabalhos mais recentes já consideram a aplicação da nova norma. Pereira (2013), por meio da análise de 36 companhias abertas que possuíam propriedades para investimento, procurou entender quais seriam os direcionadores da decisão gerencial entre os dois métodos contábeis disponíveis. Segundo o autor, as empresas com (1) maior grau de endividamento, (2) menor tamanho com relação ao total de ativos, aparentemente influenciada por maiores custos políticos, e (3) maior proporção entre propriedades para investimentos e ativo total, apresentam uma maior tendência de adotar o valor justo como base de mensuração das PIs. Ao notar que apenas nove empresas de toda sua amostra adotaram o valor justo como base para mensuração das PIs, o autor entendeu ainda que o baixo desenvolvimento do mercado de capitais doméstico poderia reduzir a aceitabilidade do valor justo. Assim, como o Brasil apresenta um mercado de crédito mais desenvolvido como fonte de financiamento e de investimento das firmas, a utilidade do valor justo das PIs para os fornecedores de capital de terceiros pode ser relativamente diferente da utilidade para os investidores.

Os achados de Pereira (2013) podem confirmar a noção de Nobes (1998) em que o autor defende que os padrões contábeis emergem de fatores como a força do mercado de capitais. Assim, apesar do propósito da avaliação do valor justo das PIs poder conferir maior transparência e utilidade às demonstrações contábeis, o autor ressalta que a baixa aceitação do valor justo entre as empresas brasileiras pode estar sendo direcionada por diversos critérios, ou escolhas contábeis, das empresas como por exemplo seu modelo de negócio e o fato de o país estar apresentando um mercado aquecido de construção civil e *Real Estate*.

Lourenço e Curto (2008), de forma similar, analisaram companhias listadas do segmento de *Real State*, no qual as PIs são relevantes, nos seguintes países: Inglaterra, Suécia,

França e Alemanha. Os autores concluíram que os investidores, para esses países analisados, não distinguem as implicações da valorização do investimento pelo custo ou pelo valor justo.

Dietrich *et al.* (2000) estudaram a confiabilidade das estimativas de valor justo para as PIs no Reino Unido. Com base na análise de gerenciamento de resultados, os autores concluíram que os administradores selecionam os métodos contábeis com a intenção de reportar maiores resultados e suavizar os resultados. Os autores ainda concluíram que se as empresas são auditadas por grandes empresas de auditoria essas estimativas são mais confiáveis.

Batista, Prado e Bonoli (2012) analisaram possíveis variáveis que justifiquem a escolha entre valor justo ou custo histórico na mensuração das PIs. Assim como Pereira (2013), os autores identificaram que as empresas que adotam valor justo são aquelas em que as PIs têm uma maior representatividade em relação ao ativo total. Nesse trabalho também foi identificado o descumprimento de exigências previstas no CPC 28 quanto às normas para divulgação. Da mesma forma, Freri e Salotti (2013) analisaram a qualidade das divulgações das empresas do ramo de *shopping centers* com relação às PIs para os anos de 2010 e 2011, e concluíram que nenhuma delas atendeu completamente aos requisitos determinados pelo CPC. Ainda do ponto de vista de regulamentação, no trabalho de Batista *et al* (2013) verificou-se que, devido à ausência de uma regulamentação sobre divulgação do valor justo, houve a omissão de itens importantes para os usuários das informações contábeis.

Martins, Pinto e Alcoforado (2012) buscaram analisar as razões que levam uma empresa a mensurar suas PIs pelo valor justo, e concluíram que empresas com maior dispersão acionária tendem a adotar valor justo, e empresas alavancadas tendem (de maneira fraca) a também adotar o valor justo, também em linha com os achados de Pereira (2013). Também encontraram evidências de que o mercado precifica de forma diferente o valor justo quando o mesmo é contabilizado, de quando é somente divulgado em notas explicativas.

Assim, apesar das evidências empíricas sobre a mensuração das PIs documentada acima, notamos ser ainda incipiente uma conclusão final sobre os fatores determinantes na escolha da mensuração dessas propriedades. Com o intuito de contribuir com a literatura do assunto, o foco de nossa pesquisa foi verificar o impacto que ambos os métodos de mensuração causam nos indicadores financeiros e de mercado em uma amostra específica de empresas do ramo de *shopping centers*.

## 2.2 Prós e contras ao uso do valor justo como base de mensuração

Muito se tem discutido nos últimos anos, no ambiente contábil, sobre o conceito de valor justo. No Brasil tem-se a impressão de que esse conceito foi introduzido durante o processo de convergência para as IFRS. No entanto, a CVM, por meio da Instrução CVM nº 235 de 1995, começou a tratar do assunto quando dispôs sobre a divulgação, em notas explicativas, do valor de mercado dos instrumentos financeiros das companhias abertas.

O valor justo como base de mensuração veio com o intuito de proporcionar aos usuários externos, notadamente os atuais e potenciais investidores e os credores, maior utilidade na tomada de decisão, por meio de uma maior tempestividade nos números contábeis (BARTH, 1994; MARTINS, 2001).

O *Financial Accounting Standards Board* (FASB), órgão que regulamenta as práticas contábeis nos Estados Unidos, em 2006, emitiu o SFAS 157 introduzindo uma definição na contabilidade do valor justo como base de mensuração. O IASB, por sua vez, emitiu em maio de 2011 o IFRS 13 com a definição da mensuração ao valor justo. Antes disso, os requerimentos relacionados à mensuração do valor justo estavam dispersos em diversos pronunciamentos.

A IFRS 13 definiu valor justo como aquele que deveria ser recebido pela venda de um ativo ou pago pela transferência de um passivo em uma transação ordenada entre os participantes do mercado em uma data específica de mensuração. No entanto, pode-se utilizar o preço de entrada no caso de reconhecimento inicial de um ativo, pois esse seria o melhor indicativo do valor justo em um mercado ativo.

A norma CPC 46, correlacionada a IFRS 13, faz as definições dos três níveis de valor justo, níveis 1, 2 e 3, priorizando a mensuração do valor justo com base nos valores cotados em mercados ativos, ou seja, o nível 1. Os debates acerca da definição de valor justo residem no fato de que existe uma dificuldade em definir corretamente uma forma de mensuração contábil baseada em mercado em mercados imperfeitos e incompletos e agentes não totalmente racionais, aspectos que variam entre os países. Dessa forma, uma abordagem com preços de mercado poderia prejudicar a comparabilidade entre os países, uma vez que eles possuem mercados de capitais com diferentes níveis de desenvolvimento (SCOTT, 2009).

A *Fair Value View*, implícita nos pronunciamentos do IASB, assume que o mercado é relativamente perfeito e completo, e que as demonstrações financeiras devem atender às necessidades dos investidores e credores reportando valores justos derivados do preço corrente de mercado. A *Alternative View*, implícita nas críticas públicas ao pronunciamento, assume que os mercados são relativamente imperfeitos e incompletos e que, em tal situação do mercado, os relatórios financeiros também devem atender às exigências dos atuais acionistas, reportando transações passadas usando medidas específicas que refletem as oportunidades efetivamente disponíveis para o relatório da entidade (WHITTINGTON, 2008).

A literatura internacional aponta que o valor justo como base de mensuração tem produzido maior relevância e utilidade da informação para os investidores na tomada de decisão. Barth (1994), em seu estudo sobre valor justo de investimentos em títulos e valores mobiliários, concluiu que, para esse tipo de ativos, o valor justo tem maior poder explicativo quando comparado com o custo histórico. Pereira (2013), por sua vez, ao mencionar os casos de mensuração contábeis a valor justo, notadamente na contabilidade bancária pré-crise de 2008, ressalta que o *Financial Crisis Advisory Group* (FCAG) concluiu que a marcação a valor justo, sobretudo em ativos financeiros, é capaz de enviar sinais para o mercado, antecipando a existência de uma desconformidade de preços históricos com ativos que estejam potencialmente inflados.

Segundo Laux e Leuz (2009), dentre os benefícios do uso do valor justo podem ser citados a introdução da volatilidade nas demonstrações financeiras e a noção do efeito de contágio em épocas de crise. Os dois pontos abordados pelos autores introduzem o efeito do ambiente instável em que as empresas se encontram e o seu efeito nas demonstrações contábeis. Scott (2009) ainda comenta a ideia, contrária às proposições de Laux e Leuz (2009), de que a introdução do valor justo poderia, sobretudo em épocas de crise, introduzir uma volatilidade nas demonstrações contábeis acima da volatilidade real encarada pelos negócios das firmas. Dessa forma, o valor justo poderia fazer com que demonstrações contábeis de algumas empresas refletissem uma maior volatilidade do que os próprios negócios dessas empresas.

Com relação a noção do efeito de contágio em épocas de crise pela introdução do valor justo na contabilidade, Laux e Leuz (2010), em outro estudo, demonstram que a introdução do valor justo não contribuiu, ou foi a responsável, pela crise financeira de 2008. No estudo os autores demonstraram que a contabilidade a valor justo tinha papel limitado na demonstração de resultado e no capital regulatório dos bancos nos Estados Unidos, em decorrência de a maior parte dos instrumentos financeiros dos bancos mensurados ao valor justo terem suas variações reconhecidas no patrimônio, na conta de outros resultados abrangentes. Laux e Leuz (2010) também salientam que os bancos não eram, ou não deveriam

se sentir, forçados ao reconhecimento de ativos afetados pela falta de liquidez dos mercados ou por desvios nos valores fundamentais dos ativos.

Scott (2009) insere a ideia de que a adoção do valor justo poderia agravar o problema fundamental da contabilidade, a saber, fornecer uma única informação de lucro que seja capaz de satisfazer as demandas informacionais dos diversos usuários da contabilidade.

A despeito da superioridade teórica do valor justo como base de mensuração, a aplicação da abordagem *full fair value* para todos os ativos e passivos tem a sua aplicabilidade e praticidade prejudicadas, tendo em vista que não será para todos os ativos e passivos que haverá valores cotados em mercado ativo, como é o caso das PIs, aumentando o subjetivismo e a possibilidade de manipulação por parte dos gestores, sobretudo, no nível 3 de valor justo.

Edwards e Bell (1961) discutem em sua obra as várias formas de mensuração de ativos e passivos. Os autores inserem a ideia do valor subjetivo da firma, a saber, o valor da firma sob a perspectiva do gestor, sendo o gestor a pessoa com a maior capacidade de alcançar o valor real da firma, pois o mesmo tem acesso a uma maior gama de informações sobre a firma. Nessa perspectiva, o valor em uso é, segundo eles, a base de mensuração que aproxima mais do valor subjetivo da firma. Entretanto, essa perspectiva possui também desvantagens, dados os incentivos que os gestores têm para, por exemplo, manipular a informação contábil, mantendo assim a assimetria de informação entre gestão e investidores.

A perspectiva do valor em uso como base de mensuração para se alcançar o valor subjetivo da firma pelo mercado de capitais exige a adoção da perspectiva da *stewardship*, ou seja, daquele que recebe a incumbência de gerir o negócio e o faz como se fosse dele mesmo, trabalhando em seu nível ótimo de esforço. Entretanto, como o gestor *steward* é um caso específico dentro da relação de agência, a aplicação do valor em uso na contabilidade pode ser um ponto crítico de suas escolhas contábeis, dado que sua decisão sobre a contabilização do valor em uso afeta o valor da firma e pode realocar riqueza entre o principal e o agente (SCOTT, 2009).

Dessa forma, Scott (2009) ressalta a ideia de que o uso dos valores correntes, como é o caso do valor justo, auxilia os investidores no alcance do valor fundamental da firma *fundamental value*, como por exemplo, o valor subjetivo tratado por Edwards e Bell (1961), dado que os mercados não são completamente perfeitos e os indivíduos não são completamente racionais em sua tomada de decisão.

Martins e Iudícibus (2007) destacam que “a contabilidade não é um modelo voltado primariamente para a avaliação do valor da entidade, embora possa muito ajudar nesse sentido, mas um modelo de alocação de recursos, que devem ser controlados e de cuja utilização deve-se dar maior *accountability* possível. Assumir essa tarefa adicional de prover valor é mesmo uma função viável, mas sem abandonar a que a originou”.

Entretanto, conforme Lustosa (2010) comenta, “quando a mensuração do valor justo já não mais se baliza nos preços acessíveis no mercado de ativos que a empresa tem a intenção de vender, mas em critérios internos e altamente subjetivos de avaliação, não se pode mais assegurar que o valor obtido possa ser chamado de justo”. Dessa forma, considerando os problemas que há na relação de agência e a assimetria de informações, a superioridade teórica do valor justo perante outras formas de mensuração, tal como o custo histórico, é prejudicada fortemente quando não há preços cotados para todos os ativos e passivos de uma firma, o que é a forma mais comum de ocorrer. Assim, os benefícios do valor justo como uma forma de mensuração que introduz o custo de oportunidade do gestor, reduzindo a assimetria de informações e auxiliando os usuários externos no alcance do valor subjetivo, ou valor fundamental da firma, são altamente reduzidos.

Parece-nos que a utilização única do valor justo como base de mensuração contribui mais para a seguinte discussão: é possível prover uma medida de lucro que satisfaça as necessidades dos diversos usuários da contabilidade? Atualmente, as normas IFRS focam

única e exclusivamente nos investidores e nos credores como usuários da contabilidade. Entretanto, a contabilidade como um sistema de informações econômicas e financeiras deveria suprir as necessidades de seus diversos usuários. Dessa forma, a contabilidade, como uma ferramenta capaz de divulgar várias medidas de lucro, cada uma com uma base de mensuração que supra as necessidades dos seus diversos usuários, parece-nos algo desejável a ser alcançado. Resta-nos apenas saber a viabilidade em termos de custo de geração dessas várias informações em detrimento dos benefícios que serão gerados por essas várias mensurações.

### 3. Metodologia

O objetivo do presente trabalho foi o de analisar o impacto da adoção do valor justo nas PIs nos principais indicadores financeiros e de mercado de avaliação de empresas. Nossa amostra de estudo é composta das sete companhias abertas listadas na BM&F Bovespa do ramo de *shopping centers*, uma vez que as mesmas apresentam operações e atividades similares. Das empresas da amostra, duas delas, a BR Malls e a Sonae Sierra Brasil, adotam o valor justo como base de mensuração para as PIs, enquanto as demais, Multiplan, JHSF, GeneralShop, Aliansce e Iguatemi, adotam o custo histórico como base de mensuração para esses ativos. Especificamente com relação à empresa Sonae Sierra, foram considerados na análise apenas os dados obtidos após a abertura de seu capital, ocorrida em 2011.

Os dados contábeis analisados foram obtidos do banco de dados da Economática®. As informações sobre o valor justo foram obtidas das demonstrações financeiras publicadas, que foram acessadas por meio do sítio das próprias empresas e da CVM.

Como às empresas é permitida a escolha contábil entre duas bases de mensuração de suas PIs, as quais representam a maior parte dos ativos das empresas da amostra, foram realizadas simulações com o intuito de deixar os dados mais comparáveis, além de se verificar o impacto da adoção do valor justo como base de mensuração para as PIs em determinados indicadores financeiros.

Dessa forma, para as empresas BR Malls e Sonae Sierra foram feitas simulações em suas demonstrações contábeis trazendo os valores das PIs para custo histórico. Para isso foram refeitas as movimentações anuais da conta de propriedade para investimento, excluindo o valor contabilizado como valor justo. Para as demais cinco empresas da amostra foram efetuados ajustes em suas demonstrações contábeis, considerando que fossem contabilizados os valores justos de suas PIs. Os valores foram obtidos nas respectivas notas explicativas.

As análises foram feitas sobre os dados de balanço dos exercícios findos entre 2008 e 2012. A inclusão do ano de 2008 (último ano antes da adoção do IFRS) serve para mostrar, em sua comparação com 2009, o impacto da adoção do IFRS. Os saldos de 2009 já refletem a adoção inicial das IFRS nos balanços consolidados de companhias abertas brasileiras. Os indicadores financeiros e de mercado analisados e suas respectivas fórmulas estão demonstrados na Tabela 1.

**Tabela 1. Indicadores Analisados**

<b>Indicador</b>	<b>Descrição</b>	<b>Fórmula</b>
ROA	Return on Assets - Retorno sobre o Ativo	Lucro Líquido / Ativo Total
ROE	Return on Equity - Retorno sobre o PL	Lucro Líquido / Patrimônio Líquido
ALVC	Grau de Alavancagem	Empréstimos e Financiamentos / Patrimônio Líquido
P/L	Preço por Lucro	Preço de mercado da ação / Lucro Líquido por Ação
P/VPA	Preço por Valor Patrimonial por Ação	Preço de mercado da ação / Valor Patrimonial da Ação

Fonte: Elaborado pelos autores



O ROA e o ROE são consideradas medidas de rentabilidade e pretendem medir o quão eficientemente a empresa utiliza seus ativos e administra suas operações. Ambas as medidas utilizam o lucro líquido em sua composição. Enquanto o ROA indica o quão lucrativa a empresa é com relação ao seu total de ativos, o ROE denota a proporção do lucro líquido em relação ao patrimônio dos acionistas.

Os índices P/L e P/VPA foram selecionados porque representam medidas de valor de mercado, uma vez que levam em consideração o preço das ações. O índice P/L pode ser um balizador do prazo em que os investidores retornarão o valor de seu investimento na firma. Já o indicador P/VPA compara o valor do investimento pelo seu custo. Valores inferiores a um significam que a empresa não tem sido bem sucedida em criar valor para o acionista. Alternativamente, podem ainda indicar, no caso das firmas de *shopping centers* com muitas PIs, que o mercado não confie tanto na mensuração contábil da empresa.

Selecionamos também um indicador relacionado à estrutura de capital, o ALVC - grau de alavancagem, que é o quociente entre as dívidas da empresa e o capital próprio. A escolha por esse indicador deve-se ao alto grau de alavancagem do mercado de *shopping centers*, sendo esse bastante relevante para a análise dos investidores e credores. Neste trabalho não temos o objetivo de discutir uma estrutura ótima de capital, sendo nossa intenção somente comparar esse índice antes a após a adoção do valor justo.

Os principais resultados encontrados para os indicadores acima utilizando a metodologia de pesquisa empregada estão descritos no tópico seguinte.

#### 4. Resultados

A Tabela 2 resume as empresas analisadas neste trabalho, sua adoção ou não do valor justo, a base de cálculo do valor justo e se o cálculo é feito internamente (pela própria empresa) ou não (por empresas especializadas). Conforme pode ser observado, apenas duas das empresas da amostra buscaram empresas especializadas em avaliação para cálculo do valor justo, estando apenas estas em linha com a recomendação do pronunciamento CPC 28.

Tabela 2. Perfil da Amostra

Firma	CH / VJ	Parâmetros para o Valor Justo				
		Cálculo		Base		
		INT / EXT	Operação (a)	Construção (b)	Projeto (c)	Projeto (d)
BR Malls	VJ	INT	X			
Soane	VJ	EXT	X	X*		
Multiplan	CH	INT	X	X	X	X
Iguatemi	CH	INT	X	X	X	
Aliansce	CH	INT	X	X	X	
General	CH	EXT	X	X		
JHSF	CH	INT	X	X		

CH (Custo Histórico), VJ (Valor Justo) INT (cálculo interno, própria empresa), EXT (cálculo externo, empresa especializada), (a) PIs em operação; (b) PIs em construção; (c) Projetos anunciados; (d) Projetos a anunciar

\*somente quando é possível calcular

Fonte: Elaborado pelos autores

No que se refere à aplicação de cálculo do valor justo, verifica-se que não existe uma uniformidade na determinação dos *status* das propriedades que serão avaliadas pelo valor justo, ou seja, quais ativos serão objeto de cálculo do valor justo. As empresas BR Malls e Sonae, que contabilizam o valor justo, adotam procedimento bastante similar calculando o valor justo sobre as propriedades em operação, porém a Sonae também calcula o valor justo

para as PIs em construção quando se é possível efetuar esse cálculo de forma confiável. Com relação às empresas que somente divulgam o valor justo em nota explicativa, também encontramos algumas diferenças. A Multiplan, por exemplo, divulga o cálculo do valor justo até de projetos que ainda não foram lançados. Por conta dessa falta de uniformidade de critérios, temos aqui uma limitação de nossas análises, uma vez que nas simulações incluímos o valor justo total divulgado nas notas explicativas.

Com a finalidade de analisar a relevância das análises sobre os saldos das PIs e aplicação do valor justo, dividimos as empresas em dois grupos: Grupo 1, composto pelas empresas que contabilizaram o valor justo sobre as PIs (BR Malls e Sonae) e Grupo 2, composto pelas empresas que apenas divulgaram o valor justo, mantendo os saldos das PIs a custo histórico (Aliansce, JHSF, General, Iguatemi e Multiplan). As PIs das empresas do Grupo 1 apresentam em média, nos últimos 4 anos, aproximadamente 90% do total do ativo dessas empresas. Já para as empresas do Grupo 2, esse percentual é de aproximadamente 60%. Nota-se, portanto, a relevância do reconhecimento do valor justo para as empresas desse segmento.

Após as análises das práticas contábeis com relação às PIs e a análise de sua relevância, efetuamos o cálculo dos indicadores analisados. Os indicadores foram calculados e são demonstrados de três formas. As colunas com o título de “Oficial” representam os indicadores calculados com base nos valores contabilizados. As colunas com as siglas “VJ” representam os indicadores calculados simulando que todas as empresas contabilizaram o valor justo sobre as PIs. As colunas com as siglas “CH” demonstram os indicadores simulando que todas as empresas mantiveram o custo histórico nas PIs.

Tabela 3. Indicadores

Multipl	Grupo 2 - Custo Histórico								
	Iguatemi		Aliansce		General		JHSF		
	VJ	Oficial	VJ	Oficial	VJ	Oficial	VJ	Oficial	VJ
	4%	8%	8%	-2%	-2%	-2%	-2%	17%	17%
	64%	6%	54%	7%	62%	6%	36%	17%	44%
	23%	10%	17%	5%	13%	-3%	9%	20%	23%
	5%	10%	14%	8%	17%	-11%	-3%	19%	33%
	9%	15%	15%	7%	28%	-37%	44%	14%	7%
	3%	7%	7%	-1%	-1%	-1%	-1%	9%	9%
	45%	8%	46%	3%	33%	3%	18%	9%	24%
	16%	7%	11%	3%	8%	-1%	3%	10%	13%
	3%	5%	9%	4%	11%	-3%	-1%	9%	18%
	6%	8%	9%	3%	16%	-5%	15%	6%	4%
	27	5	5	0	0	-14	-14	3	3
	1	13	1	21	1	20	2	8	2
	3	10	3	32	6	-48	10	6	3
	15	11	3	21	4	-19	-41	11	3
	11	15	6	27	3	-7	1	18	18
	12%	27%	27%	27%	27%	63%	63%	41%	41%
	2%	24%	12%	19%	8%	18%	12%	49%	33%
	3%	33%	15%	13%	7%	94%	57%	63%	40%
	6%	69%	28%	17%	8%	142%	80%	33%	17%
	14%	84%	34%	49%	20%	394%	90%	58%	30%
	1,06	0,42	0,42	-	-	0,29	0,29	0,58	0,58
	0,66	0,82	0,40	1,43	0,59	1,27	0,87	1,28	0,87
	0,62	0,98	0,44	1,47	0,76	1,48	0,90	1,22	0,78
	0,73	1,07	0,44	1,62	0,75	2,18	1,23	2,14	1,07
	1,00	2,28	0,93	1,90	0,77	2,58	0,59	2,48	1,31

Fonte: Elaborado pelos autores.

	Grupo 1 - Valor Justo				
	BR Malls		Sonae		
	Oficial	CH	Oficial	CH	
ROE	2008	-2%	-2%	-	4%
	2009	22%	6%	16%	7%
	2010	11%	6%	13%	8%
	2011	11%	5%	15%	9%
	2012	22%	5%	12%	9%
ROA	2008	-1%	-1%	-	3%
	2009	13%	4%	12%	5%
	2010	6%	3%	9%	6%
	2011	6%	2%	11%	7%
	2012	11%	2%	8%	6%
P/L	2008	-33	-33	0	0
	2009	2	8	0	0
	2010	9	23	6	10
	2011	12	34	6	11
	2012	6	44	7	12
Endividamento	2008	0%	0%	-	-
	2009	29%	34%	12%	14%
	2010	27%	34%	12%	14%
	2011	44%	58%	14%	18%
	2012	51%	83%	28%	35%
P/VPA	2008	0,57	0,57	-	-
	2009	0,43	0,52	-	-
	2010	1,02	1,29	0,70	0,82
	2011	1,30	1,70	0,84	1,02
	2012	1,33	2,15	0,79	1,00

A primeira análise que se pode fazer está relacionada à melhora dos indicadores de algumas empresas com a adoção do IFRS, em especial da BR Malls, que optou pela contabilização do valor justo. Os retornos negativos em 2008 se transformaram em retornos positivos em 2009, além de uma melhora significativa na alavancagem da empresa, passando de 82% em 2008 para 29% em 2009.

O raciocínio inverso também pode ser utilizado. Para as empresas do Grupo 1, BR Malls e Sonae, nota-se uma piora significativa dos indicadores quando eliminados os efeitos do valor justo. Os retornos sofrem reduções representativas, enquanto a alavancagem sobe, em especial para a BR Malls. Adicionalmente, como as empresas desse setor trabalham com alavancagens altas, a aplicação do valor justo pode trazer uma melhora significativa nesse indicador.

Para as empresas do Grupo 2, ao simular a aplicação do valor justo, estas passaram a apresentar ROE e ROA melhores do que as empresas que optaram por contabilizar o valor justo. É importante mencionar, também, a queda no nível de endividamento dessas empresas, em especial o da Multiplan que, em 2012, por exemplo, saiu de um índice de 47% para 14%. Lembramos novamente que a Multiplan é a empresa que aparentemente adota a postura mais agressiva na base de cálculo do valor justo, dado que levam em consideração até os projetos que ainda não foram divulgados ao mercado.

Expandindo um pouco as análises, se um investidor optasse por aplicar seus recursos na empresa que apresentasse o maior ROA no ano de 2012, ao buscar comparar todas as empresas no mesmo método de mensuração da PI, como, por exemplo, a valor justo, a empresa que apresentaria o melhor indicador seria a Aliansce. Caso a base de mensuração fosse o custo histórico, a empresa com maior ROA seria a Iguatemi. Sem esses ajustes, ou seja, tomando por base as demonstrações financeiras publicadas, a empresa de maior ROA é a BR Malls.

Analisando a evolução nos índices ROA no período de 2008 a 2012 nota-se que, com a simulação de valor justo para todas, as empresas do Grupo 2, Multiplan e Iguatemi, apresentaram os maiores indicadores no ano de 2009. Caso os ajustes não fossem feitos, as empresas que apresentariam os maiores indicadores seriam a BR Malls e a Sonae (13% e 12% respectivamente).

Com a simulação de valor justo, no caso do índice ROE, as empresas do Grupo 2, Multiplan, Iguatemi e Aliansce, apresentaram, em grande parte dos períodos, índices maiores. Quando não consideramos a simulação do valor justo, as empresas do Grupo 1, BR Malls e Sonae, mantêm os índices mais altos, dessa vez acompanhadas da JHSF do Grupo 2.

Com relação ao índice de endividamento, podemos observar diferenças relevantes quando se compara o índice com e sem a aplicação de valor justo. Na empresa Iguatemi, por exemplo, com os dados de balanço, ou seja, sem o ajuste de valor justo, seu endividamento estava em torno de 84% do patrimônio no ano de 2012. Quando se faz o ajuste, essa relação diminui para 34%.

Com os balanços ajustados, podemos também analisar a relação entre o preço da ação e o lucro por ação na data da divulgação das demonstrações financeiras dessas empresas. A análise consistiu em calcular a relação preço da ação dividido pelo lucro por ação dessas empresas na data da divulgação da demonstração financeira. Verificamos que a empresa BR Malls teve um crescimento expressivo nesse indicador ao longo dos cinco anos analisados. As empresas Multiplan, Iguatemi e Aliansce, que mantiveram a contabilização das PIs a custo histórico, mantiveram esse indicador sem grandes variações.

Aqui vale também aplicar o raciocínio do investidor feito para o ROA. Suponhamos que ele estivesse interessado em aplicar seus recursos na empresa do ramo de *shopping centers* com maior relação P/L no ano de 2012. Caso equiparássemos todas as empresas, padronizando a forma de mensuração da PI a valor justo, a empresa com maior proporção desse indicador seria a JHSF, com P/L de 18. Se o critério fosse custo histórico, a empresa com maior P/L seria a BR Malls, no valor de 44. Se não houvesse nenhum ajuste, e utilizássemos os dados das demonstrações financeiras, as empresas com maiores indicadores seriam Multiplan e Aliansce, ambas com 27.

Outro ponto importante é que ao comparar os balanços das empresas desse segmento sem os devidos ajustes para padronizar os critérios de mensuração das PIs em seus balanços, encontram-se diferenças significativas nos indicadores financeiros analisados. Percebe-se que dentre as empresas do Grupo 1, que adotaram o valor justo para as PIs, os indicadores apresentaram melhorias significativas. Verifica-se também que caso as empresas que avaliam esses ativos a custo histórico, Grupo 2, os tivessem avaliado pelo valor justo, seus indicadores financeiros estariam mais próximos dos das empresas que aplicam o valor justo ou, por vezes, até os superariam.

A análise do indicador P/VPA foi realizada de forma similar aos demais indicadores, optando-se também pela análise do ano de 2008, ainda sem os efeitos das IFRS. Na aplicação do valor justo para todas as empresas, no ano de 2012, somente as empresas BR Malls, Multiplan e JHSF apresentaram um índice acima de 1, condizente com a visão de que apesar do valor justo das PIs anteciparem os lucros, ainda assim o mercado precifica a ação dessas empresas considerando uma defasagem da contabilidade em retratar de forma tempestiva o resultado econômico.

Entretanto, o resultado mais expressivo encontrado na aplicação do valor justo para todas as empresas são dos índices das empresas Iguatemi, Aliansce, General e Sonae, serem menores do que 1, no ano de 2012, condizente com a visão de que a informação do valor justo divulgado nas notas explicativas dessas empresas talvez não traga informação relevante para o mercado. No caso dessas empresas em que o valor contábil das ações é maior do que o valor de mercado das próprias ações é possível que o valor justo possa ser considerado pelo

mercado como uma informação desnecessária e que o nível de subjetivismo dessas mensurações possa estar afetando a crença dos investidores, ou, ainda, que outros fatores possam estar influenciando a avaliação do mercado sobre esses títulos, como, por exemplo, o modelo de negócio dessas firmas.

Com a aplicação do custo histórico para todas as empresas, em 2012, nota-se que o índice P/VPA da empresa Sonae permanece o menor quando comparado com as demais, podendo indicar que os ativos da firma estão superavaliados na visão dos investidores, ou que a mensuração a valor justo das PIs não traz informação relevante ao mercado. Para as demais empresas, o indicador fica bem acima de 1, também mostrando ser problemático, pois indica pouca tempestividade da contabilidade em incorporar os resultados econômicos sob o ponto de vista dos investidores.

## 5. Análise

As alterações no ambiente normativo brasileiro, que são reflexos do processo de harmonização dos padrões contábeis locais com os padrões contábeis internacionais, trazem à tona questões que necessitam de discussões para que a informação contábil possa cumprir de forma satisfatória seu papel junto aos seus usuários.

No Brasil, a promulgação do CPC 28, que dispõe especificamente sobre o tratamento contábil de propriedades para investimentos e seus requisitos de divulgação, permite que esse tipo de ativo possa ser mensurado tanto pelo valor justo quanto pelo custo histórico.

Com o objetivo de discutir mais esse assunto, analisamos o impacto da contabilização do valor justo das PIs no cálculo de alguns indicadores financeiros e de mercado, utilizando para isso os dados das demonstrações financeiras das companhias abertas que operam no mercado de *shopping centers*, nas quais as propriedades para investimento são ativos relevantes na composição dos balanços. Vale mencionar que nosso objetivo aqui não foi o de analisar o desempenho de cada empresa, mas sim chamar a atenção para as alterações dos índices com a contabilização ou não do valor justo sobre as PIs.

Para ser possível a comparação dos indicadores das empresas no escopo deste trabalho, ajustamos os balanços das companhias que avaliam suas PIs pelo custo histórico para o valor justo e vice-versa, com base nos valores divulgados em notas explicativas. A análise comparativa desses indicadores financeiros e de mercado, somente tomando por base os dados de balanço, sem os respectivos ajustes, mostrou claramente a influência da contabilização do valor justo na melhora dos indicadores específicos das empresas no escopo deste trabalho. Como consequência, é possível que os usuários das informações contábeis não exerçam o julgamento necessário na análise dessas empresas, o que pode influenciar suas decisões. Consideramos, então, que as demonstrações contábeis dessas empresas seriam comparáveis de forma mais adequada excluindo-se os impactos do valor justo, ou aplicando-o para todas elas.

Porém, a questão de se contabilizar ou não o valor justo não reduziria a problemática das escolhas contábeis nas demonstrações financeiras, e, conseqüentemente, na análise de indicadores. Conforme pudemos mostrar, não existe uma uniformidade na base de cálculo do valor justo e nem nos critérios de cálculo, o que deixa margens para que fatores subjetivos interfiram nos cálculos.

Essa questão da base de cálculo parece ser mais simples de se resolver, uma vez que as normas poderiam ser mais claras e incisivas sobre aquilo que deve ou não fazer parte do cálculo, no caso da mensuração de propriedade para investimentos. Adicionalmente, a existência da possibilidade de utilizar um avaliador interno (método proprietário), ao invés de utilizar um avaliador externo, da margem à possibilidade de utilização de diversas interpretações na aplicação desses modelos de mensuração. Nesse caso, poderia ser pertinente

que os reguladores incentivassem a utilização de avaliadores externos para a mensuração das propriedades para investimentos na tentativa de assegurar maior confiabilidade a essa mensuração do valor justo.

Esta pesquisa cumpriu com seu objetivo de analisar os impactos da adoção do valor justo em alguns indicadores financeiros e de mercado, mostrando o quanto os mesmos são afetados pelo reconhecimento do valor justo das propriedades para investimentos, podendo interferir na análise de desempenho de empresas dentro de um mesmo segmento. Mostrou também que as próprias normas contábeis ainda deixam margem para que escolhas contábeis interfiram nas demonstrações financeiras, impactando assim, entre outros, na comparabilidade dos números contábeis.

Para pesquisas futuras, sugerimos o enfoque na análise da relevância para o processo decisório dos usuários das informações contábeis da aplicação do valor justo em contas contábeis específicas, com a intenção de capturar a sensibilidade do mercado frente a alterações de métodos de mensuração de determinados ativos.

### **Bibliografia**

- BALL, R. International Financial Reporting Standards (IFRS): Pros and Cons for Investors. **Accounting and Business Research**, v. 36, Suplemento 1, 2006.
- BARTH, M. E. Fair Value Accounting: Evidence from Investment Securities and the Market Valuation of Banks. **The Accounting Review**, v. 69, n.1, p.1-25, 1994.
- BARTOV, E.; MOHANRAM, P. Private information, earnings manipulations, and executive stock-options exercises. **The Accounting Review**, v.79, n.4, p.889-920, 2004.
- BATISTA, F.; PRADO, A.; BONOLI, E. Avaliação das Propriedades para Investimento: Uma Análise dos Fatores que Influenciam na Decisão entre Valor Justo e Modelo de Custo. In: 12º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 12 º, 2012, São Paulo. **Anais...São Paulo: 12º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2012, CD-ROM.**
- BATISTA, F. et al. Uma Análise da Mensuração e Evidenciação de Propriedades para Investimento nas Companhias Brasileiras do Setor de Exploração de Imóveis. **Revista Ambiente Contábil - UFRN**, v. 5, n.1, p.281-299, 2013.
- CAIRNS, D. et al. IFRS fair value measurement and accounting policy choice in the United Kingdom and Australia. **The British Accounting Review**, v. 43, p.1 – 21, 2011.
- DIETRICH, J. R.; HARRIS, M. S.; MULLER III, K. A. The reliability of investment property fair value estimates. **Journal of Accounting and Economics**, v.30, p. 125 – 158, 2000.
- EDWARDS, E. O.; BELL, P. W. **The theory and measurement of business income.** University of California Press, 1961.
- FRERI, M.; SALOTTI, B. Comparabilidade de Empresas Administradoras de Shoppings Centers do Mercado de Capitais Brasileiro. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v.18, n.1, p.26-45, 2013. Disponível em: < <http://www.e-publicacoes.uerj.br/index.php/rcmccuerj/article/view/5885>>. Acesso em: 09 ago. 2014.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARD BOARD – IASB. **International Accounting Standard 40 – Investment Property.** 2003. Disponível em: < <http://eifrs.ifrs.org/eifrs/bnstandards/en/2014/ias40.pdf>>. Acesso em: 07 out. 2013.
- \_\_\_\_\_. **International Financial Reporting Standard 13 - Fair Value Measurement.** 2011. Disponível em: < <http://eifrs.ifrs.org/eifrs/bnstandards/en/2013/ifrs13.pdf>>. Acesso em: 07 out. 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Instrução CVM nº 235, de 23 de março de 1995**. Dispõe sobre a divulgação, em nota explicativa, do valor de mercado dos instrumentos financeiros, reconhecidos ou não nas demonstrações financeiras das companhias abertas e dá outras providências. 1995. Disponível em: <<http://www.cnb.org.br/CNBV/instrucoes/ins235-1995.htm>>. Acesso em: 07 out. 2013.

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

\_\_\_\_\_. Did fair-value accounting contribute to the financial crisis? **Journal Of Economic Perspectives**, v.24, Issue 1, p.93 – 118, 2010.

LOURENÇO, I. C.; CURTO, J. D. The value relevance of investment property fair values. 2008. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1301683>.

LUSTOSA, P. R. B. A (In?) Justiça do Valor Justo. Congresso USP de Contabilidade e Controladoria. In: 10º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 10 º, 2010, São Paulo. **Anais...**São Paulo: 10º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2010, CD-ROM.

MARTINS, E. Avaliação de Empresas: Da Mensuração Contábil à Econômica. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

MARTINS, E.; IUDÍCIBUS, S. Uma investigação e uma posição sobre o conceito de valor justo. **Revista de Contabilidade e Finanças**, Edição 30 anos de Doutorado, p.9-18, Jun. 2007.

MARTINS, V. A.; PINTO, M. J. T.; ALCOFORADO, E. Escolhas contábeis na mensuração de propriedades para investimento das empresas brasileiras de capital aberto. In: Congresso Nacional de Administração e Ciências Contábeis, III, 2012, Rio de Janeiro. **Anais...**Rio de Janeiro: III Congresso Nacional de Administração e Ciências Contábeis, 2012, CD-ROM.

NOBES, C. Towards a General Model of the Reasons for International Differences in Financial Reporting. **Abacus**, v. 34, Issue 2, p.162-187, 1998.

PARK, Y. W.; SHIN, H. H. Board composition and earnings management in Canada. **Journal of Corporate Finance**, v.10, p.431-457, 2004.

PEREIRA, A. F. Determinantes na escolha do valor justo para investimentos no Brasil. São Paulo, 2013. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação do Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

COMITE DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento Técnico CPC nº 00 - Estrutura conceitual para elaboração e divulgação de relatório contábil-financeiro**. 2011. Acesso em 07 out. 2013: <[http://www.cpc.org.br/pdf/CPC00\\_R1.pdf](http://www.cpc.org.br/pdf/CPC00_R1.pdf)>.

\_\_\_\_\_. **Pronunciamento Técnico CPC nº 28 - Propriedades para Investimentos**. 2009. Acesso em 07 out. 2013: <[http://www.cpc.org.br/pdf/CPC\\_28\\_rev%2003.doc](http://www.cpc.org.br/pdf/CPC_28_rev%2003.doc)>

\_\_\_\_\_. **Pronunciamento Técnico CPC nº 46 - Mensuração do Valor Justo**. 2012. Acesso em 07 out. 2013: <[http://www.cpc.org.br/pdf/CPC%2046%20\\_final.pdf](http://www.cpc.org.br/pdf/CPC%2046%20_final.pdf)>

SCOTT, W. R. **Financial accounting theory**. University of Waterloo/Queen's University. 5<sup>th</sup>edition, 2009.

IUDÍCIBUS, S. **Teoria da Contabilidade**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

SODERSTRON, N. S.; SUN, K. J. IFRS adoption and accounting quality: a review. **European Accounting Review**, v.16, n.4, p.675–702, 2007.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD – FASB. Statement Financial Accounting Standard nº 157. 2006. Estados Unidos, 2006. Acesso em 07 out. 2013: <<http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobkey=id&blobwhere=1175823288587&blobheader=application%2Fpdf>>.

WHITTINGTON, G. Fair Value and the IASB/FASB Conceptual Framework Project: An Alternative View. **Abacus**, v.44, Issue 2, p.139–168, 2008.

ZENDERSKY, H. C. Gerenciamento de resultados em instituições financeiras no Brasil: 2000 a 2004. 2005. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa Multi-institucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal de Pernambuco e Universidade Federal do Rio Grande do Norte.