

Influência da Mensuração do Valor Justo no Preço das Ações das Instituições Financeiras

Resumo

Com a adoção do valor justo, através da *International Financial Reporting Standard* (IFRS) 13 no Brasil, espera-se que a informação contábil aumente o seu conteúdo informacional para os usuários, em especial, para os analistas financeiros e os investidores. Esta pesquisa analisou a influência da mensuração a valor justo no comportamento do preço das ações das instituições financeiras, classificadas como bancos listados na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão. Trata-se de uma pesquisa de abordagem quantitativa, descritiva e de caráter documental, que utilizou as relações entre o preço da ação e as informações contábeis por meio de regressão de dados em painel. Baseado no modelo de Ohlson (1995), os resultados indicam que os ativos e passivos mensurados a valor justo têm maior conteúdo informacional (*value relevance*) dos que os elementos patrimoniais não mensurados ao valor justo. Ainda, a pesquisa apresentou uma maior influência pelo modelo de Ohlson quando comparado à equação desenvolvida neste estudo, tendo em vista que as variáveis utilizadas para a composição do preço acionário, demonstraram a consistência do modelo original de Ohlson. A pesquisa contribui para a literatura acadêmica e para os usuários da Contabilidade, como analistas e investidores, pois sugere que a mensuração a valor justo de ativos e passivos agrega maior conteúdo informacional na precificação das ações das instituições financeiras de capital aberto do Brasil.

Palavras-chave: Valor justo; *Value relevance*; Qualidade da informação contábil.

Linha Temática: Contabilidade Financeira - Normas Internacionais de Informação Financeira (NIIF)

Realização:



1 Introdução

As *International Financial Reporting Standards* (IFRS), normas adotadas no Brasil a partir de 2010, constituem-se de um formato global de preparação das informações e demonstrações financeiras, criando diretrizes para o reconhecimento de ativos, passivos, receitas e despesas, como mensurar tais registros, bem como apresentá-los nas demonstrações financeiras (IASB, 2017). Dentre as principais alterações nos procedimentos contábeis, está a introdução do valor justo como parâmetro de mensuração contábil. A adoção do valor justo pode afetar significativamente o valor dos ativos e passivos da empresa, sendo, portanto, amplamente estudado em diversas pesquisas nacionais e internacionais nas duas últimas décadas (Fontes, Panaretou, & Peasnell, 2018; Sarlo *et al.*, 2016; Goh *et al.*, 2015).

A mensuração mista de instrumentos financeiros, sendo alguns a valor justo e outros a custo histórico são objeto de estudo tendo em vista as críticas a respeito da utilização de diferentes atributos para valorar os ativos e passivos das companhias, tornando o processo de mensuração obscuro no que tange ao valor da empresa (Fontes, Panaretou, & Peasnell, 2018; Ryan, 2007). Para Bowman (1980), estabelecer o valor de uma empresa é processo complexo e envolve diversas variáveis, que busquem, da forma melhor possível, exprimir o valor econômico da organização. Quando analisado o valor da organização sob o enfoque da visão do mercado e investidores, o valor contábil será confiável para estabelecer o valor da empresa apenas quando a sua mensuração puder ser refletida no preço das ações da companhia (Francis & Schippe, 1999).

Com base no exposto, a análise da relação entre a mensuração a valor justo e a precificação do valor das ações das empresas brasileiras do setor financeiro se faz pertinente pela relevância da temática frente aos impactos causados por normativas como o Pronunciamento Técnico CPC 46, acrescentando à literatura existente quanto à precificação dos ativos e passivos financeiros. Tal relevância está pautada na literatura corrente (Sarlo *et al.*, 2016) que alega que o valor informacional do Patrimônio Líquido passa a ser menor para os usuários internos e externos após a utilização do valor justo e, por isso, a precificação dos ativos e passivos financeiros podem vir a ter maior relevância quando analisados por meio dos ativos e passivos avaliados a valor justo pelas entidades do que pelo Patrimônio Líquido. Ainda, a pesquisa analisa como a mensuração a valor justo pode afetar a precificação dos ativos quando analisado um mercado financeiro de uma economia em desenvolvimento, como a do Brasil, tendo em vista que, de acordo com Costa (2018) a mensuração a valor justo se mostra mais relevante em mercados desenvolvidos e com elevado nível de proteção aos acionistas.

Nesse sentido, o presente estudo tem o seguinte problema de pesquisa: **“Qual a influência da mensuração a valor justo no comportamento dos preços de ações das instituições financeiras, classificadas como bancos, listadas na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão?”**. Assim, o estudo busca estabelecer de que forma a mensuração a valor justo de ativos e passivos afeta o comportamento do preço das ações das dos bancos brasileiros listados na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão.

Como contribuição teórica, busca-se o desenvolvimento da literatura a respeito da precificação das ações e mensuração a valor justo. No que diz respeito à contribuição prática, espera-se que o estudo contribua para a melhor compreensão das implicações da utilização da mensuração a valor justo nos ativos e passivos das instituições financeiras. Como implicações,

Realização:



pretende-se que fomente maior discussão teórico-empírica a respeito do tema, bem como que os usuários da informação contábil tenham melhores parâmetros para avaliação da precificação das ações das entidades objeto de pesquisa.

2 Referencial Teórico

A adoção das normas internacionais vem trazendo informações mais ricas de detalhes das companhias, possibilitando observar maior número de informações dos indicadores financeiros das companhias (Martins & Paulo, 2010). De acordo com Silva *et al.* (2018, p. 514), “o conservadorismo contábil se associou negativamente com a valorização da empresa no mercado, o que evidencia a falta de relevância desta prática para os usuários das informações”, levando a inferir que informações reconhecidas pelo padrão do IFRS se apresentaram mais determinantes para o mercado.

O Pronunciamento Técnico CPC 46 correlaciona às normas de contabilidade do IFRS 13 (IASB) sobre o método de mensuração a valor justo de ativos e passivos. Dentre outras providências, o pronunciamento traz a definição do conceito valor justo, sendo esta “o preço que seria recebido pela venda de um ativo ou que seria pago pela transferência de um passivo em uma transação não forçada entre participantes do mercado na data de mensuração” (Comitê de Pronunciamentos Contábeis [CPC], 2012, p. 3). Não obstante, o valor justo está representado pelo valor efetivo e atual de um bem, direito ou obrigação não havendo fatores externos que influenciem na formação de seu preço (CPC, 2012).

A necessidade de se avaliar a valor justo é explorada por várias pesquisas. Garcia (2007) afirma que as informações prestadas ao usuário interno e externo pela Contabilidade devem ter utilidade, e, em face as altas oscilações de mercado, os valores ali informados tornam-se defasados, assim a ideia de se trazer a valor justo é representar com fidedignidade os valores reportados. Dantas *et al.* (2005) corroboram o pensamento de impacto positivo causado pela evidenciação contábil à valor justo nas sociedades de capital, trazendo valores que representem a realidade e tragam transparência nas informações prestadas.

A normativa também discorre de uma hierarquia do valor justo, e, para tanto, a classifica em três níveis, explicitados nos itens 76 a 90 do CPC 46. As informações tidas como de “Nível 1” são os preços cotados – não ajustados – em se tratando de um ativo, nos mercados ativos, e, no que tange ao passivo, outro idêntico ao que a sociedade possa ter tido acesso na data em que foi efetuada a mensuração. Assim, o primeiro nível busca determinar:

- a) o mercado principal, ou o mais vantajoso, para o ativo ou passivo financeiro;
- b) se é possível de se negociar o ativo ou passivo financeiro por este preço, neste mercado, nesta data.

Como “Nível 2” tem-se àquelas informações observáveis para os ativos e passivos financeiros, ainda que indiretamente, à exceção do preço cotado no primeiro nível. É possível exemplificar com as taxas de juros, curvas de rendimentos, volatilidades ou *spread* (diferença de taxa entre o tomador de um empréstimo e a taxa ganha pelo depositante da disponibilidade). Por fim, as informações de “Nível 3”, que são os dados (*inputs*) não observáveis, sendo estes necessários à medida que, os observáveis – de níveis 1 e 2 – não estejam disponíveis, assim não há dados suficientes para efetuar a correta mensuração.

Dentre os diversos aspectos relatados, a ideia de instrumentos financeiros é trazida pela adoção de sua natureza, ativa ou passiva e exemplificando-os, tal qual as disponibilidades, direitos contratuais a serem recebidos em moeda, contratos de *hedge* ou títulos de participação no patrimônio de outra entidade como ativos financeiros, e, troca de instrumentos e resultados financeiros e pagamento de importância em moeda como passivos financeiros.

Quanto a mensuração, o pronunciamento orienta para que:

[...] a entidade mensure o ativo financeiro ou o passivo financeiro ao seu valor justo, mais ou menos, no caso de ativo financeiro ou passivo financeiro que não seja ao valor justo por meio do resultado, os custos de transação que sejam diretamente atribuíveis à aquisição ou à emissão do ativo financeiro ou passivo financeiro (CPC 48, p. 15).

Dessa maneira, uma vez definidos como ativos ou passivos financeiros, não incluídos na hipótese de contas a receber de clientes desde que essas não contenham componente significativo de financiamento, conforme item 63 do CPC 47, deverão estes serem mensurados a valor justo a partir da adoção da presente norma. A seção do CPC 47 anteriormente mencionada explora a ideia de que, não podendo estimar de forma razoável, o valor justo de uma contraprestação, deve-se mensurar pelo preço de venda individual dos bens ou serviços prometidos ao cliente em troca da contraprestação (CPC 47, p. 16)

A influência do valor justo para a natureza das demonstrações contábeis é escopo em diversas pesquisas. Darós e Borba (2005) encontraram evidências da influência do método de mensuração para a precificação de ativos e passivos financeiros, em particular das variações cambiais. O estudo contemplou a análise das vinte maiores sociedades brasileiras por receita líquida, relatando a importância da menção apropriada em nota explicativa junto às demais demonstrações contábeis. Entretanto, as evidências sugerem que prevalece uma relação positiva àquelas que apresentaram os fatores qualitativos de risco de mercado, como: a taxa de juros; câmbio; risco de crédito; liquidez; inflação; entre outros.

Em face da relevância do tema, mais abordagens são trazidas para a análise da avaliação a valor justo, “sendo importante adicionar à literatura se a alteração da forma de mensuração pode acarretar alterações na associação entre informações financeiras e preços de ativos e, por conseguinte, na relevância dessas informações contábeis” (Sarlo *et al.*, 2016, p. 95). O patrimônio líquido, por sua vez se apresentava mais relevante pré-adoção dos pronunciamentos contábeis que normatizaram o conteúdo de avaliação de ativos e passivos financeiros, no entanto, após as mudanças ocorridas, observou-se que o Patrimônio Líquido passa a ter menor valor informacional após a utilização do valor justo (Sarlo *et al.*, 2016).

Nessa linha, Fontes, Panaretou e Peasnell (2018) analisaram os efeitos da mensuração do valor justo na incerteza dos investidores, e como o reconhecimento do risco de crédito afeta essa relação para uma amostra de bancos europeus que reportam sob os padrões internacionais de relatórios financeiros (IFRS). De acordo com os autores, o uso da mensuração do valor justo para ativos de instituições financeiras está associado a uma baixa assimetria da informação (*bid-ask spread*) em relação aos investidores de capital dos bancos europeus.

Costa (2018) discorreu sobre a relação entre o valor justo e características específicas de mercado, com base em uma amostra de 1041 bancos de 28 diferentes países, agrupando em *clusters* para definir efeitos de mercado nas instituições agora mensuradas a valor justo. O estudo

analisou características como: sistema legal e político, desenvolvimento do mercado financeiro, estrutura de capital e estrutura de propriedade e tributação. Adicionalmente, dá bastante ênfase à influência jurídica entre os registros contábeis, sendo esta determinante para certas contabilizações. Dentre as hipóteses levantadas, puderam-se confirmar que o valor justo possui maior relevância nos mercados com menor concentração de capital, em países com impostos mais baixos, e com elevado nível de proteção a investidores com mercado financeiro desenvolvido. Ademais, confirmou-se a existência da tese de que o valor justo é relevante em ambientes cujo financiamento é predominantemente bancário.

Samir (2013) também inclui à literatura sobre a mensuração a valor justo nas instituições financeiras por meio da utilização da mensuração a valor justo para a análise do patrimônio líquido em relação ao valor de mercado das companhias financeiras. Com resultados, a pesquisa aponta tanto companhias que utilizam a mensuração a valor justo em maior parte de seus ativos, quanto as que apresentam menor escala, apresentam uma relação significativamente distinta para a relação entre o patrimônio líquido das entidades e seu valor de mercado.

Lopes, Sant'Anna e Costa (2007) constataram a relação de relevância informacional da matéria contábil através do arcabouço teórico de Ohlson (1995). No estudo, foram verificados dois modelos de avaliação de empresas, sendo eles o de *Income Valuation* e o de *Abnormal Earnings Growth*, ambos métodos utilizam o processo de retração do índice deflacionário para data-base única para fins de comparação. O estudo corrobora a ideia de que, quando excluídas situações adversas – tais como influências políticas –, pode-se constatar que o conteúdo é significativo e relevante para a composição do valor das companhias listadas, na Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo.

A avaliação da influência sob aplicação retrospectiva da IFRS 13 no setor bancário também fora estudada em virtude da maior influência da implementação do CPC 46 para as instituições financeiras (Tavares, Paulo & Boente, 2013). Entre os resultados obtidos com as análises efetuadas, ressalta-se a necessidade de maior riqueza de detalhes quando se tratando de avaliações de nível 3. Além disso, Tavares, Paulo e Boente (2013) alegam que, para patrimônios líquidos menos representativos, a mensuração a valor justo é tida como mais precisa, de forma que evidências mais robustas sejam necessárias. Tal evidência esta pautada no pressuposto de que, historicamente, instituições financeiras apresentam saldos de patrimônio líquido maiores, exigindo, por isso, maior cuidado nas precificações de seus ativos, já que muitas delas serão reconhecidas como de Nível 3.

3 Procedimentos Metodológicos

Quanto à abordagem do tema, o presente estudo apresenta-se como quantitativo, pois busca evidenciar de forma numérica a relação entre o valor justo e o valor ações de instituições financeiras presentes na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3). Tal caráter quantitativo pode ser evidenciado pela aplicação de regressão de dados em painel, tendo em vista que será utilizado o modelo de Ohlson (1995) para a análise dos dados da pesquisa.

Em relação aos objetivos de pesquisa o estudo pode ser classificado como descritivo, uma vez que tratará da relação entre o preço das ações e o valor justo registrado contabilmente por meio da descrição dos resultados advindos das regressões dos dados em painel, quantifica e ridge.

Realização:



Com relação aos procedimentos, o estudo é documental, uma vez que se baseia nas demonstrações contábeis e financeiras das Instituições Financeiras listadas na B3 S/A – Brasil, Bolsa, Balcão. Gil (2008) aborda a pesquisa documental como sendo àquela efetuada através de dados que ainda não receberam um tratamento analítico.

Considerando que a mensuração a valor justo ser mais relevante a um determinado grupo de companhias, cuja movimentação no patrimônio líquido seja mais oscilante. Não obstante, verifica-se, por determinações específicas do Banco Central (BACEN) ao setor, a necessidade de maior controle e rigidez sobre as demonstrações contábeis aliado à disposição das informações das companhias na bolsa de valores. Assim, a população do estudo contempla as 80 instituições financeiras, classificadas no setor econômico “Financeiro” pela B3 S/A – Brasil, Bolsa, Balcão, enquanto a amostra se detém no segmento identificado pela instituição é de “Bancos” com informações disponíveis na Economatica®, para o período de 2012 a 2018, totalizando a amostra da pesquisa em 18 bancos. A amostra não considera o Banco de Brasília (cujas demonstrações não foi apresentada na data desta pesquisa) o Alfa Investimentos (pela não apresentação de nota explicativa específica sobre o valor justo) e o Banpará (que teve sua abertura de capital em momento posterior à seleção da amostragem). Destas demonstrações, foram coletados os dados dos ativos e passivos avaliados à valor justo.

Acima supracitado, o CPC 46, que discorre sobre o valor justo, correlacionado à IFRS 13, foi aprovado e divulgado no ano de 2012, situação que enseja que as sociedades de capital, que prestam suas informações aos órgãos reguladores, devam apresentar suas demonstrações financeiras com as normativas então vigentes, a partir do ano de 2013. Ainda assim, o CPC 26, que fala sobre a apresentação das demonstrações contábeis, orienta para que, para efeito de comparabilidade, todas demonstrações financeiras sejam entregues com referência do ano vigente e o ano anterior, necessitando então, calcular o valor justo para o ano de 2012 nas demonstrações apresentadas sobre o período findo em 31 de dezembro de 2013. O escopo deste trabalho, leva em conta o período a qual a mensuração a valor de mercado passou a vigorar em território nacional.

Com o intuito de verificar de que forma a mensuração a valor justo de ativos e passivos afeta o comportamento do preço das ações dos bancos brasileiros listados na B3, estabeleceu-se a seguinte hipótese de pesquisa:

- Hipótese 1: O valor justo dos ativos explica melhor o valor do preço das ações do que os ativos não mensurados a valor justo;
- O valor justo dos passivos explica melhor o valor do preço das ações do que os passivos não mensurados a valor justo;
- O valor justo dos ativos e passivos explica melhor o valor do preço das ações do que os ativos e passivos não mensurados a valor justo.

O modelo empírico utilizado para a análise da hipótese é o descrito por Ohlson (1995), uma vez que o método “intensificou o interesse em estudos de *value relevance* que ligam variáveis contábeis (valor contábil do PL e lucros) a modelos de avaliação de empresas” (Cupertino & Lustosa, 2006, p. 65).

O estudo pressupõe um modelo teórico geral de precificação do valor de mercado, aplicável a qualquer sociedade anônima de capital aberto, utilizando como fonte as informações

financeiras reportadas pelas companhias. Em seu estudo é pressuposto um comportamento estocástico das informações contábil-financeiras, isso é, um conjunto de variáveis que, conforme passa o tempo, pode se relacionar com o processo evolutivo de um sistema de valores.

Ele também trata da relevância do lucro residual (mais-valia) como variável determinante para a especulação e precificação do valor de uma entidade. Assim, Ohlson (1995) desenvolve um modelo, capaz de considerar variáveis contábeis a fim de examinar o preço de mercado de uma sociedade de forma linear.

O modelo Ohlson (1995) pode ser visto conforme Equação 1.

$$VM_{it} = PLA_{it} + LA_{it} + \varepsilon \quad (1)$$

Em que: VM_{it} representa o valor de mercado da companhia i no tempo t ; PLA_{it} corresponde ao valor do patrimônio líquido da companhia i no tempo t ; LA_{it} são os lucros anormais da companhia i no tempo t ; e ε é erro de regressão.

Para atender aos objetivos desta pesquisa, a variável PLA_{it} , foi adaptada de forma que fosse representada pelo somatório dos ativos mensurados a não valor justo ($ANVJ_{it}$), ativos mensurados a valor justo (AVJ_{it}), passivos mensurados a não valor justo ($PNVJ_{it}$), passivos mensurados a valor justo (PVJ_{it}), conforme descrito na Equação 2.

$$P_{it} = \alpha + \beta_1 ANVJ_{it} + \beta_2 AVJ_{it} + \beta_3 PNVJ_{it} + \beta_4 PVJ_{it} + \beta_5 LA_{it} + \varepsilon \quad (2)$$

Onde: P_{it} diz respeito ao preço da ação no tempo t para a companhia i ; $ANVJ_{it}$ trata dos ativos não avaliados a valor justo da companhia i no período t , ponderado pelos ativos totais da companhia i no início do período t ; AVJ_{it} corresponde aos ativos avaliados a valor justo da companhia i no período t , ponderado pelos ativos totais da companhia i no início do período t ; $PNVJ_{it}$ relaciona-se aos passivos não avaliados a valor justo da companhia i no período t , ponderado pelos ativos totais da companhia i no início do período t ; PVJ_{it} representa os passivos avaliados a valor justo da companhia i no período t , ponderado pelos ativos totais da companhia i no início do período t ; LA_{it} retrata os lucros anormais da companhia i no período t , ponderado pelos ativos totais da companhia i no período t ; e ε equivale ao erro da regressão.

Para comprovar a hipóteses descritas anteriormente, espera-se que:

- Hipótese 1: $|\beta_1| < |\beta_2|$ – situação que corrobora o fato de que os ativos avaliados a valor justo são mais relevantes na determinação do preço de ação do que àqueles que não sofrem tal mensuração;
- Hipótese 2: $|\beta_3| > |\beta_4|$ – evidenciando que os passivos avaliados a valor justo sejam menos relevantes na determinação do preço da ação do que àqueles avaliados por outros métodos;
- Hipótese 3: $|(\beta_1 + \beta_3)| < |(\beta_2 + \beta_4)|$; e que β_2 e β_4 sejam significantes –, identificando que os ativos líquidos (ativos menos passivos) mensurados a valor justo são mais relevantes do que aqueles que não são mensurados por tal método..

Para estimação dos parâmetros, utilizou-se de Regressão de Dados em Pannel, pela facilidade de exposição dos parâmetros e suas variações, e pela identificação de correlações entre

variáveis (Rover *et al.*, 2012). Também se empregou a Regressão Quantílica já que permite relacionar variáveis explicativas com variáveis de resposta em quantis, não analisando a regressão dos dados apenas em relação à média, mas sim em relação a segmentos da variável dependente, de modo a avaliar o poder de explicação das variáveis independentes em relação à dependente em cada quantil (Silva & Porto, 2006), permitindo melhor abordagem sobre os resultados. Já a Regressão Ridge, como método econométrico mais complexo, se faz necessária em virtude da multicolineariedade dos dados de ativos e passivos avaliados a valor justo.

4 Análise de Dados

4.1 Análise do Modelo Original de Ohlson

No modelo original de Ohlson (1995), utiliza-se as variáveis de patrimônio líquido ajustado (PLA_{it}) e os lucros anormais (LA_{it}) para explicar o *têm-se* as variáveis definidas como o valor de mercado (VM_{it}) das companhias. Nesse contexto, as Tabelas 1 e 2, busca-se exprimir, respectivamente, a estatística descritiva das variáveis do modelo para amostra de companhias do presente estudo, bem como a relação entre tais variáveis, ou seja, como se correlacionam entre si.

Tabela 1. Estatística Descritiva para modelo de Ohlson (1995)

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
VM_{it}	115	15	13	1.153.802	0,1374	50
PLA_{it}	127	198.888	203,0230	153,5860	0,1582	1.278.447
LA_{it}	122	-0,1794	143,7690	-0,2743	-366,0410	1.386.3110

Fonte: Elaborada pelo autor (2019).

Na Tabela 1 apresenta-se a estatística descritiva, onde observa-se que o PLA_{it} apresentou o maior desvio padrão, o que representa, estatisticamente, que os valores tendem a ser mais amplos, distanciando-se mais do centro. Também é possível observar assimetria nas variáveis coletadas, conforme hipótese de Vining e Elertowski (1976), uma vez que as médias sempre se apresentaram acima das medianas.

Tabela 2. Matriz de Correlação entre as variáveis do modelo de Ohlson (1995)

Variáveis	VM_{it}	PLA_{it}	LA_{it}
VM_{it}	1,0000	0,6557***	0,1641*
PLA_{it}	0,8302***	1,0000	0,1531*
LA_{it}	0,1719*	-0,0917	1,0000

Fonte: Elaborada pelo autor (2019).

Nota: ***, ** e * corresponde a significância de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Na Tabela 2, verifica-se a correlação entre as variáveis, sendo a parte superior referente à relação paramétrica de *Pearson* e a parte inferior à não-paramétrica de *Spearman*. Com base no teste Shapiro-Wilk (1965), para normalidade de dados, entende-se que o que melhor explica os dados é a não-paramétrica de *Spearman*. Assim, verifica-se que existe uma relação bastante significativa entre o PLA_{it} apresentado nas demonstrações financeiras em relação ao Valor de Mercado obtido pela razão de valor acionário pelo número de ações à disposição no mercado de

capitais. A correlação é diretamente relacionada com o resultado das análises das regressões múltiplas nas Tabelas 3 e 4.

Com relação à Regressão em Paineis, conta na Tabela 3 os resultados advindos da estimação do modelo, o qual verificou-se, por meio dos testes Breusch-Pagan, Chow e Hausman, que a estimação com efeitos aleatórios é o que se apresentou o mais adequado.

Tabela 3. Regressão em Paineis pelo modelo de Ohlson (1995)

Variáveis	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	Pooling
Constante	7,6010***	8,6170***	5,1492***
PLA _{it}	0,4801***	0,4900***	0,6361***
LA _{it}	0,0670*	0,0670*	0,0640
Observações	114	114	114
Número de Companhias	18	18	18
R-quadrado	0,4301	0,4352	0,4352
R-quadrado Ajustado	0,3143	0,3111	0,4252
Breusch-Pagan		0,0000	
Chow		0,0000	
Hausman		0,8344	

Fonte: Elaborada pelo autor (2019).

Nota: ***, ** e * corresponde a significância de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Assim, com base nos dados apresentados na Tabela 3 pode-se inferir que as variáveis PLA_{it} e LA_{it} apresentaram-se significativos. Considerando o nível de significância e o valor assumido pelo coeficiente, o PLA_{it} teve maior influência na precificação das ações dos bancos do que os lucros anormais. O resultado dessa análise vão ao encontro de Mary, William e Wayne (2001), que reiteram na literatura o peso do patrimônio líquido divulgado nas demonstrações financeiras para a constituição do preço encontrado nas bolsas de valores pelas ações das companhias.

Na Tabela 4, com o intuito de obter maior robustez na análise, é apresentada a Regressão Quantílica dos dados, a qual não explora somente uma média global e sim a mediana particiona a variável dependente, analisando seu comportamento junto à regressão das variáveis. A análise quantílica possui informações mais robustas, uma vez que consegue trazer detalhes sobre os quantis, permitindo verificar variações entre as menores e maiores partições da curva. Entende-se que por quartis mais altos, os valores da variável dependente são mais altos, e o oposto para quantis mais baixos.

Tabela 4. Regressão Quantílica pelo modelo de Ohlson (1995)

Variáveis	0,05	0,25	0,5	0,75	0,95
Constante	-0,2020	0,0311	0,4812	0,0944	66,877
PLA _{it}	0,3819***	0,4930***	0,7968***	1,2541***	1,6330***
LA _{it}	0,1561***	0,1212***	0,0283	0,0056	0,1475
Observações	114	114	114	114	114
R-quadrado	0,35291	0,3360	0,36340	0,29872	0,26091

Fonte: Elaborada pelo autor (2019).

Nota: ***, ** e * corresponde a significância de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Realização:

Diferentemente da análise dos Lucros Anormais por meio da regressão em painel, a qual apresentou um nível de significância de 10%, na regressão quantílica foi possível evidenciar que os quantis mais significativos (ao nível de 1%) foram os de menores valores de mercado (0,05 e 0,25), bem como coeficientes maiores. Esse achado sugere que os lucros anormais são mais significativos para precificação do valor de mercado para bancos menores. Tais resultados vão de encontro de Samir (2013), o qual evidenciou, de modo geral, tanto companhias que utilizam a mensuração a valor justo em maior ou menor escala, apresentam uma relação significativamente distinta para a relação entre o patrimônio líquido das entidades e seu valor de mercado.

No que tange ao Patrimônio Líquido ajustado, verificou-se comportamento significativo em todos os quantis. Ademais, evidenciou-se que o PL apresentou maiores coeficientes para precificação de ativos nos quantis superiores, sugerindo que quando maior o valor de mercado das companhias financeiras, mais relevante se torna seu PLA_{it} para a precificação de seus ativos. Essas evidências corroboram a eficácia do modelo de Ohlson, que conforme estudo de Penman e Sougannis (1998), na qual se pode verificar a relevância informacional deste modelo. Entretanto, na área acadêmica, também é observar críticas ao modelo, Myers (1999) incita que há uma defasagem informacional nesta hipótese, pois leva-se apenas em conta o valor contábil do Patrimônio Líquido, e não tudo aquilo que o enseja. Quanto aos Lucros Anormais apresentam fator determinante nos primeiros quantis, observando um contraponto com a correlação vista na Tabela 2.

4.2 Análise do Valor Justo na Precificação

Quando se analisa os dados trazidos pela hipótese da importância do valor justo na formação do preço das ações de uma companhia, pode-se observar que todas as variáveis apresentam pontos mínimos e máximos bastante distantes entre as companhias. Cumpre salientar, que, para todos os casos, o valor mínimo se mantém próximo a média, o que indica que as sociedades de capital que apresentaram valores máximos são representadas como *outliers*. Joliffe (1986) explica *outliers* como àquele valor com variância grande ante a variável original, é entendido então, quando tem-se resultados extremos, como o caso dos limites máximos estabelecidos na Tabela 5.

Tabela 5. Estatística Descritiva para modelo de Valor Justo

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
P_{it}	121	180,000	230,000	14,300	14,200	1,820,702
$ANVJ_{it}$	122	5.205.102	1.720.500	659.800	0,1100	15.242.257
AVJ_{it}	122	3.112.100	1.467.640	605.700	0,5300	14.372.636
$PNVJ_{it}$	122	6.315.891	2.268.440	607.600	16,900	20.715.709
PVJ_{it}	122	2.001.497	9.174.900	551.900	0,1500	8.899.030
LA_{it}	122	-184.101	143.844	-270.294	-366.000	1.386.332

Fonte: Elaborada pelo autor (2019).

Nota: ***, ** e * corresponde a significância de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Todos os componentes destacaram-se assimetricamente, obtendo a mesma noção das

Realização:

variáveis de Ohlson, verificadas na Tabela 1. Em termos de variação das variáveis, observa-se que os Lucros Anormais foram os que, percentualmente, apresentaram maior desvio padrão ante a sua média, significando maior dispersão de dados.

No que se refere à matriz de correlação entre as variáveis do modelo de Valor Justo, inclui-se a Tabela 6.

Tabela 6. Matriz de Correlação entre as variáveis do modelo de Valor Justo

P_{it}	AVJ_{it}	PVJ_{it}	$ANVJ_{it}$	$PNVJ_{it}$	LA_{it}
AVJ_{it}	1,0000				
PVJ_{it}	-0,7201***	1,0000			
$ANVJ_{it}$	0,1136	-0,2045	1,0000		
$PNVJ_{it}$	0,0851	-0,1949	0,9965***	1,0000	
LA_{it}	-0,0262	0,0137	0,5269*	0,5522*	1,0000

Fonte: Elaborada pelo autor (2019).

Nota: ***, ** e * corresponde a significância de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Entendem-se correlatas as variáveis de Ativo a Valor Justo (AVJ_{it}) com o Passivo a Valor Justo (PVJ_{it}), bem como as os bens e direitos não avaliados a valor justo com as obrigações também que não sofrem tal avaliação. Conforme demonstrado na Tabela 6, a metodologia de Pearson foi utilizada para a elaboração desta análise uma vez que o teste de normalidade de dados Shapiro-Wilk indica que $p > 0,05$, resultado que traz o entendimento de distribuição não normal.

Em virtude de os dados da amostra serem diretamente relacionados, tal como o AVJ_{it} é consequentemente oposto àquele que não é avaliado a valor justo ($ANVJ_{it}$), verifica-se uma multicolineariedade perfeita das informações. A situação impede que seja executada a regressão em painel e quantílica, e, por sua vez, é indicado a utilização do método da Regressão Ridge, conforme Tabela 7. Desenvolvida por Hoerl e Kennard (1970), a Regressão Ridge serve para análise de regressões múltiplas que sofrem multicolinearidade, ela se utiliza da adição de padronização de variáveis (paramétricas e não paramétricas) a fim de se eliminar erros padrões, tais como o de colinearidades perfeitas.

Tabela 7. Regressão em Painel e Ridge do modelo de Valor Justo

Variável	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	Pooling	Ridge
Constante	19,9030***	23,225***	17,1930***	29,7460***
AVJ_{it}	0,0000	-0,005	-0,0210	-7,1800**
PVJ_{it}			0,0170	-19,8880**
$ANVJ_{it}$	-0,0140	-0,0100		0,0300*
$PNVJ_{it}$	0,0090	0,0100	0,0060	-0,0240*
LA_{it}	0,3330**	0,2370*	0,3500*	0,4060**
Observações	121	121	121	121
Número de Companhias	19	19	19	19
R-quadrado	0,1180	0,4580	0,0640	0,1200
R-quadrado ajustado	-0,0800	0,1080	0,0320	0,0820

Fonte: Elaborada pelo autor (2019).

Nota: ***, ** e * corresponde a significância de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

A Tabela 7 apresenta a Regressão em Pannel, conforme equação estabelecida do valor justo, no qual estão demonstrados os efeitos fixos, aleatórios e também a regressão de *Pooling* de forma informativa, uma vez que, conforme demonstrado há um problema de colinearidade para a análise destas variáveis. Na metodologia proposta de *Ridge*, observa-se que o passivo avaliado a valor justo e o ativo avaliado a valor justo apresentaram relação expressiva, obtendo o valor de coeficiente de -19,8880 e -7,1800, respectivamente, enquanto os Lucros Anormais também se apresentam relevantes, todos a uma significância de 5%.

No que tange a primeira hipótese, o AVJ_{it} é mais significativo do que $ANVJ_{it}$, porém assumiu um sinal negativo. Assim, não se pode rejeitar a primeira hipótese, sendo que essa evidência indica um comportamento menos conservador quando da mensuração dos ativos ao valor justo.

Já a segunda hipótese, também não pode ser rejeita, pois o coeficiente PVJ_{it} é significativo e menor do que $PNVJ_{it}$. Este resultado indica que os passivos mensurados a valor justo têm mais relevância na precificação das ações de bancos do que os demais elementos patrimoniais.

Por fim, a terceira hipótese não é rejeita, pois a soma dos ativos e passivos mensurados a valor justo (em módulo) é maior do que a dos ativos e passivos não mensurados a valor justo, corroborando com a literatura que indica que a mensuração a valor justo apresenta maior relevância para os usuários da informação contábil.

Os achados desta pesquisa corroboram a tese de Costa (2018), que observou relevância no montante patrimonial que está sujeito a avaliação de mercado como determinante para a valoração do preço acionário das companhias. Darós e Borba (2005) sugerem a relevância da informação de valor justo, tanto de ativos como passivos, para a precificação do preço de mercado de cada quota-parte da sociedade de capital.

Cumprir verificar que os resultados desta pesquisa se aliam aos obtidos no estudo de Costa (2018), pois estabelecem pouca relevância significativa quanto aos ativos não avaliados a valor justo. Ainda que em menor grau, o autor supracitado reiterava a relação positiva entre o $ANVJ_{it}$ como relevante, dado que vai ao encontro da informação obtida na Tabela 7. No que tange aos passivos não avaliados a valor justo, a presente análise ratifica o resultado obtido, uma vez que se apresentaram pouco significativos e com tendência oposta na formação do preço das ações.

Se faz importante verificar que o R-quadrado ajustado apresentou índice pouco expressivo, demonstrando que as variáveis selecionadas de valor justo explicam de forma menos considerável que as variáveis propostas no modelo original de Ohlson.

5 Considerações Finais

O estudo verificou a relevância do valor justo na precificação do preço das ações, e, por conseguinte, na determinação do valor de mercado das companhias listadas na B3 S/A – Brasil, Bolsa, Balcão, identificadas pelo segmento de Bancos. A seleção da amostra se detém ao período cuja vigência das normas internacionais de contabilidade, passaram a vigorar em território nacional através do Pronunciamento Técnico CPC 46 – Valor Justo.

Os resultados obtidos identificaram correlação nas variáveis de Ohlson, de forma a exprimir vínculo entre o valor registrado no Patrimônio Líquido ajustado, com a variação obtida no valor de mercado dos bancos ao longo do período analisado, compreendendo os anos de 2012

a 2018. Dessa forma, os resultados indicam que os ativos e passivos mensurados a valor justo têm maior conteúdo informacional (*value relevance*) dos que os elementos patrimoniais não mensurados ao valor justo. Quanto às variáveis selecionadas de valor justo, o entendimento de que há relação positiva e relevante dos ativos e passivos que estão sujeitos a avaliação de mercado corrobora estudos de Goh *et al.* (2015) e Costa (2018), diferenciando-se em pequenas variações em decorrência de necessidades levantadas diferenciadas.

Nas análises efetuadas, pode-se observar maior influência pelo modelo de Ohlson em comparação à equação desenvolvida neste estudo, devido as variáveis utilizadas para a composição do preço acionário, corroborando Lopes, Sant'Anna e Conta (2007), que demonstraram a consistência do modelo original de Ohlson. Tal fato também respalda o estudo de Wilson (2001) que informa da dificuldade do registro a valor justo e o trabalho das companhias de auditoria no auxílio deste processo; isto enseja que não necessariamente tem-se uma relação considerável a ser estabelecida entre estas informações e o valor de mercado das companhias.

Os resultados desta pesquisa indicam que os ativos e passivos mensurados a valor justo têm maior conteúdo informacional (*value relevance*) dos que os elementos patrimoniais não mensurados ao valor justo. A pesquisa contribui para a literatura acadêmica e para os usuários da Contabilidade, como analistas e investidores, pois sugere que a mensuração a valor justo de ativos e passivos agrega maior conteúdo informacional para a precificação das ações das instituições financeiras de capital aberto do Brasil.

Referências

Bowman, R. G. (1980). The Importance of a Market-Value Measurement of Debt in Assessing Leverage. *Journal of Accounting Research*, Chicago, 18(1), 242-254.

Comitê de Pronunciamentos Contábeis [CPC]. (2012). *Pronunciamento Técnico CPC 46: Mensuração do Valor Justo*. Brasília. Recuperado de http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/395_CPC_46_rev%2012.pdf.

Comitê de Pronunciamentos Contábeis [CPC]. (2016). *Pronunciamento Técnico CPC 48: Instrumentos Financeiros*. Recuperado de http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/530_CPC_48_Rev_13.pdf.

Costa, T. de A. (2018). *Relevância da informação contábil: um estudo sobre a relação entre a relevância do valor justo e características específicas de mercado*. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Administração e Ciências Contábeis, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

Cupertino, C. M., & Lustosa, P. R. B. (2006). Testabilidade do Modelo Ohlson: revisão da literatura acadêmica. *Contabilidade Vista & Revista*, Belo Horizonte, 17(2), 47-66.

Dantas, J. A. *et al.* (2005). A dualidade entre os benefícios do disclosure e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. *Revista Economia & Gestão*, Belo Horizonte, 5(11), 56-76.

Darós, L. L., & Borba, J. A. (2005). Evidenciação de instrumentos financeiros derivativos nas demonstrações contábeis: uma análise das empresas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, 16(39), 68-80.

Farias, M. R. S., & Farias, K. T. R. (2010). O papel epistemológico da teoria e sua importância para o avanço da pesquisa científica em Contabilidade. *Anais do Congresso USP de Contabilidade e Controladoria*. São Paulo, Brasil, 10. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.4025/enfoque.v33i3.24563>. Acesso em: 30 abr. 2019.

Fontes, J. C., Panaretou, A., & Peasnell, K. V. (2018). The impact of fair value measurement for bank assets on information asymmetry and the moderating effect of own credit risk gains and losses. *The Accounting Review*, 93(6), p. 127-147.

Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance? *Journal Of Accounting Research*, 37(2), p.319-352.

Garcia, E. *et al.* (2007). A importância da divulgação contábil mensurada ao "fair value". *Revista Ciências Sociais em Perspectiva*, Cascavel, 6(11), 127-138.

Gil, A. C. (2008). *Métodos e Técnicas de Pesquisa Social*. 6. (Ed). São Paulo: Atlas.

Goh, B. *et al.* (2015). Market pricing of banks' fair value assets reported under SFAS 157 since the 2008 financial crisis. *Journal of Accounting and Public Policy*, Amsterdam, 34(2), 128-145.

Hoerl, A. E., & Kennard, R. W. (1970). Ridge regression: Biased estimation for nonorthogonal problems. *Technometrics*, Boston, 12(1), 55-67.

International Accounting Standards Board [IASB]. (2017). *Pocket Guide to IFRS® Standards: the global financial reporting language*. [S.l.] IFRS Foundation. Recuperado de <http://archive.ifrs.org/Use-around-the-world/Documents/pocket-guide-2017.pdf>.

Lopes, A. B., Sant'anna, D. P. de, & Conta, F. M. da. (2007). A relevância das informações contábeis na Bovespa a partir do arcabouço teórico de Ohlson: avaliação dos modelos de residual income valuation e abnormal earnings growth. *Revista de Administração*, São Paulo, 42(4), 497-510.

Martins, O. S., & Paulo, E. (2010). Reflexo da Adoção das IFRS na Análise de Desempenho das Companhias de Capital Aberto no Brasil. *Revista de Contabilidade e Organizações*, São Paulo, 4(9), 30-54.

- Myers, J. N. (1999). Implementing Residual Income Valuation with Linear Information Dynamics. *The Accounting Review*, [s.l.], 74(1), 1-28.
- Penman, S. H., & Sougiannis, T. A. (1998). Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, Waterloo, 15(3), 343-383.
- Rover, S. *et al.* (2012). Explicações para a divulgação voluntária ambiental no Brasil utilizando a análise de regressão em painel. *Revista de Administração*, São Paulo, 47(2), 217-230.
- Ryan, S. (2007). *Financial instruments and institutions: accounting and disclosure rules*. 2. (Ed). Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.
- Samir, S. (2013). *O uso do valor justo e suas relações com os valores de mercado das instituições financeiras*. 23 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis)- Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte.
- Sarlo, A. *et al.* (2016). Value Relevance: Análise dos efeitos da avaliação a valor justo. *Revista ConTexto*, Porto Alegre, 16(32), 94-109.
- Silva, A. da *et al.* (2018). Relação entre o Conservadorismo Contábil e a Relevância das Informações. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, São Paulo, 11(3), 502-516.
- Silva, E. N. da, & Porto, S. da. S. Jº. (2006). Sistema financeiro e crescimento econômico: uma aplicação de regressão quantílica. *Economia Aplicada*, Porto Alegre, 10(3), 425-442.
- Tavares, M., Boente, D., & Paulo, E. (2013). Valor justo: um estudo sobre a aplicação retrospectiva da IFRS 13 no setor bancário no Brasil. *Revista Eletrônica de Ciência Administrativa*, [s.l.], 12(3), 304-314.
- Vining, D. R., & Elwertowski, T. C. (1976). The relationship between relative prices and the general price level. *The American Economic Review*, Washington, 66(4), 699-708.
- Wilson, A. (2001). Fair value and measurement: where the conflicts lie. *Balance Sheet*, Bingley, 9(4), 26-33.