

## **UNIVERSIDADE DO ALGARVE**

### **A relevância do justo valor: Entidades com títulos cotados nas bolsas de Lisboa e de Madrid**

**José Carlos Rocha da Veiga**

**Dissertação para obtenção do Grau de Mestre em Contabilidade**

**2014**

## **UNIVERSIDADE DO ALGARVE**

### **A relevância do justo valor: Entidades com títulos cotados nas bolsas de Lisboa e de Madrid**

**José Carlos Rocha da Veiga**

**Dissertação para obtenção do Grau de Mestre em Contabilidade**

Dissertação orientada por:

Doutor Joaquim Sant'Ana Fernandes

Mestre Cristina Isabel Ramos Gonçalves

**2014**

# **A relevância do justo valor: Entidades com títulos cotados nas bolsas de Lisboa e de Madrid**

## **Declaração de autoria de trabalho**

Declaro ser autor deste trabalho, que é original e inédito. Autores e trabalhos consultados estão devidamente citados no texto e constam da listagem de referências incluída.

Assinatura: \_\_\_\_\_

Copyright em nome de José Carlos Rocha da Veiga. A Universidade do Algarve tem o direito, perpétuo e sem limites geográficos, de arquivar e publicitar este trabalho através de exemplares impressos reproduzidos em papel ou de forma digital, ou por qualquer outro meio conhecido ou que venha a ser inventado, de o divulgar através de repositórios científicos e de admitir a sua cópia e distribuição com objetivos educacionais ou de investigação, não comerciais, desde que seja dado crédito ao autor e editor.

## **AGRADECIMENTOS**

A concretização desta investigação não seria possível sem a colaboração de várias pessoas, às quais quero expressar os meus sinceros agradecimentos.

Em primeiro lugar, quero agradecer aos orientadores deste trabalho, Professor Doutor Joaquim Sant'Ana Fernandes e à Professora Dra. Cristina Isabel Ramos Gonçalves, pela dedicação, disponibilidade, pelas críticas e sugestões que se tornaram essenciais na orientação desta investigação.

Finalmente, aos meus filhos e netos, aos meus sogros, e ainda, à minha esposa e colega, pela paciência, compreensão e apoio que sempre me transmitiram ao longo desta etapa.

## ÍNDICE GERAL

ÍNDICE GERAL .....	v
LISTA DE FIGURAS .....	vii
LISTA DE TABELAS .....	viii
LISTA DE ABREVIATURAS.....	ix
RESUMO .....	x
ABSTRAT .....	xi
1. INTRODUÇÃO.....	1
2. ENQUADRAMENTO .....	5
2.1. Enquadramento teórico .....	5
2.2. Enquadramento normativo.....	8
2.3. Estudos empíricos .....	15
3. ESTUDO EMPÍRICO .....	21
3.1. Objetivos gerais e hipóteses de investigação .....	21
3.2. Universo e amostra .....	22
3.3. Variáveis .....	24
3.3.1. Variáveis dependentes.....	24
3.3.2. Variáveis independentes.....	25
3.4. Modelos .....	30
3.4.1. 1ª Hipótese .....	30
3.4.2. 2ª Hipótese .....	30
4. RESULTADOS .....	31
4.1. Caracterização da amostra .....	31
4.2. Modelos estimados .....	35

4.2.1. Aplicação do justo valor.....	35
4.2.2. Aplicação do justo valor e valor de mercado .....	41
5. CONCLUSÕES .....	47
BIBLIOGRAFIA .....	51
APÊNDICE 1 – Listagem das entidades cotadas - Portugal .....	57
APÊNDICE 2 – Listagem das entidades cotadas - Espanha.....	58
APÊNDICE 3 – Testes de robustez (Modelo <i>logit</i> ) .....	60
APÊNDICE 4 – Testes de robustez (modelo <i>log-lin</i> ) .....	62

## LISTA DE FIGURAS

Figura 4.1. – Distribuição da amostra por países .....	31
Figura 4.2. – Distribuição por setores económicos .....	32
Figura 4.3. – Distribuição por tipo de setor .....	32
Figura 4.4. – Aplicação do justo valor pelas empresas .....	33
Figura 4.5. – Auditores .....	35

## LISTA DE TABELAS

Tabela 2.1. - Bases de mensuração .....	8
Tabela 2.2. - Modelos de mensuração .....	10
Tabela 2.3. – Mensuração subsequente .....	11
Tabela 2.4. – Ativos mensurados pelo justo valor .....	11
Tabela 2.5. – Forma de determinação e de reconhecimento das variações do justo valor .....	12
Tabela 4.1. – Utilização do justo valor por setor .....	33
Tabela 4.2. – Utilização do justo valor por tipo de ativo .....	34
Tabela 4.3. – Teste de adequação do modelo .....	35
Tabela 4.4. – Coeficientes e significância (H1) .....	37
Tabela 4.5. – <i>Variance inflation factor</i> .....	42
Tabela 4.6. – Tabela de correlações .....	43
Tabela 4.7. – Coeficientes e significância (H2) .....	44

## LISTA DE ABREVIATURAS

AFT	Ativo fixo tangível
AI	Ativo intangível
CH	Custo histórico
DF	Demonstrações financeiras
IAS	<i>International Accounting Standards</i>
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
ICB	<i>Industry Classification Benchmark</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
ISIN	<i>International Securities Identification Number</i>
JV	Justo valor
PI	Propriedade de investimento
RL	Resultado líquido

## RESUMO

Apesar da normalização contabilística em torno das normas internacionais de contabilidade persiste uma grande polémica sobre qual deve ser a base de mensuração dos ativos e passivos, se a custo histórico, o tradicional, se a justo valor, que se aproxima mais do valor de mercado. Neste contexto pretende-se proceder a um estudo empírico, com base numa amostra de 35 entidades da *Euronext Lisbon* e 69 da *Bolsa de Madrid* (2007 a 2013), tendo como objetivo identificar os fatores que poderão estar associados à opção pelo justo valor dos ativos não financeiros e apresentados como não correntes e determinar em que medida a sua utilização influencia o valor de mercado das entidades. O resultado obtido revela que 19% das empresas da amostra utilizam o justo valor, com maior expressão nas entidades portuguesas (35% para 11% das espanholas). Conclui-se que a maioria das empresas (81%) continua a utilizar o custo histórico. O estudo revela que as propriedades de investimento e o país têm uma influência positiva na utilização do justo valor. Conclui-se igualmente que o mercado acionista é favorável à utilização do justo valor como critério de mensuração setorial, reagindo negativamente quando a sua utilização é mais generalizada (Portugal), dando argumentos para quem defende que a relevância das estimativas do justo valor depende da confiança que lhes são atribuídas pelos investidores. Considera-se que este estudo contribuiu para ampliar o conhecimento relativamente à aplicação do método de mensuração justo valor nos ativos não financeiros das entidades, tendo sido introduzido o fator cultural ibérico nesta análise.

**Palavras-chave:** Justo Valor, Custo histórico, *Euronext Lisbon*, Tangíveis, Intangíveis.

## **ABSTRAT**

Despite the accounting normalization around the international accounting standards, there remains a great controversy over what should be the basis of measurement of assets and liabilities, if by the traditional historical cost, or if by the fair value, which is closer to the market value. We intended in this context to conduct an empirical study, based on a sample of 35 entities of the *Euronext Lisbon* and 69 of the *Bolsa de Madrid* (2007-2013), aiming to identify the factors that may be associated with the option of the fair value of non-financial assets, presented as non-current and to determine to what extent their use influence the market value of the entities. The result shows that 19% of the sample uses the fair value, with a higher expression in the Portuguese entities (35% against 11% of Spanish entities). We conclude that most companies (81%) continue to use the historical cost. The study reveals that investment properties and the country have a positive influence on the use of fair value. It is also clear that the equity market is favorable to the use of fair value as criterion of sectorial measurement, reacting negatively when its use is more widespread (Portugal), giving arguments to those who claim that the relevance of fair value estimates depends on the trust assigned to them by investors. It is considered that this study contributes to the knowledge on the application of the fair value measurement method in non-financial assets of the entities, with the Iberian cultural factor introduced in this analysis.

**Keywords:** Fair Value, Historical Cost, *Euronext Lisbon*, Plant and Equipment, Intangibles

## 1. INTRODUÇÃO

O presente trabalho desenvolve-se no âmbito do mestrado em contabilidade da Faculdade de Economia da Universidade do Algarve, com o título: A relevância do justo valor: Entidades com títulos cotados nas bolsas de Lisboa e de Madrid.

Conforme refere a *Conceptual Framework for Financial Reporting* (2010), o objetivo das demonstrações financeiras é o de proporcionar informação acerca da posição financeira, do desempenho e das alterações na posição financeira que seja útil à tomada de decisão.

Esta informação só é útil se as demonstrações financeiras apresentarem uma imagem verdadeira e apropriada, o que é possível pela aplicação das principais características qualitativas e das normas apropriadas (*Conceptual Framework for Financial Reporting*, 2010).

A utilização do justo valor, como base de mensuração, segundo alguns autores (nomeadamente Guimarães, 2008; Whittington, 2008 e Marques, 2007) não conduz a demonstrações financeiras que apresentam uma imagem verdadeira e apropriada, considerando diversos argumentos designadamente a subjetividade na sua determinação.

Por outro lado, autores como Duque (2008) ou Benau e Grima (2002) defendem que a opção pelo justo valor, como base de mensuração, permite demonstrações financeiras que apresentam uma imagem verdadeira e apropriada, devido, entre outros argumentos, ao facto de apresentarem valores mais próximos daqueles que poderão ser recuperados (ativos) ou desembolsados (passivos).

A motivação para a escolha desta temática, como linha de investigação, decorre desta dualidade de perspetivas, no que concerne ao justo valor.

O critério do justo valor pode ser utilizado em diversos tipos de ativos (instrumentos e investimentos financeiros, biológicos, fixos tangíveis, intangíveis e propriedades de investimento) com regras de reconhecimento diferenciado, designadamente quanto às variações de justo valor, em resultados ou em rúbricas de capital próprio. Este estudo cinge-se às opções das entidades no âmbito dos ativos fixos tangíveis (AFT), ativos intangíveis (AI) e propriedades de investimento (PI), rúbricas que têm, em regra, um peso significativo no ativo das diversas entidades.

Com base em estudos já realizados e com suporte na teoria positiva da contabilidade pode-se prever uma relação significativa entre a informação contabilística e o preço de mercado das ações (Watts e Zimmerman, 1990). É objetivo deste estudo determinar em que medida a adoção pelo justo valor em determinado grupo de ativos, em alternativa ao custo histórico, é incorporada na avaliação dos investidores e afeta o preço das ações. Pretende-se igualmente determinar se existem fatores que se possam associar à opção do critério de mensuração e se o fator cultural (nacionalidade) é também relevante para essa relação. Neste contexto, pretende-se proceder a um estudo empírico, cujo objeto são as entidades com valores cotados na *Euronext Lisbon* e *Bolsa de Madrid*, e que pretende responder às seguintes questões:

- 1) Que fatores poderão estar associados à opção pelo “justo valor” nos ativos fixos tangíveis, intangíveis e propriedades de investimento?
- 2) Em que medida a utilização do “justo valor” nesses ativos influencia o valor de mercado das entidades?

Dado que as opções contabilísticas de cada empresa são influenciadas por uma pluralidade de fatores, introduz-se no estudo um conjunto de variáveis relativas às características internas da entidade (dimensão, indicadores de desempenho e endividamento, entre outros), assim como fatores de natureza mais estrutural tais como o setor de atividade e o país onde as entidades se encontram cotadas. A informação relativa às empresas foi retirada dos relatórios e contas consolidadas das entidades objeto do presente estudo (período 2007 a 2013). Entende-se que os relatórios e contas consolidados das entidades com valores cotados, quer na *Euronext Lisbon*, quer na *Bolsa de Madrid*, são comparáveis por força do Regulamento (CE) N.º 1606/2002, na medida em que veio obrigar as entidades com títulos cotados em bolsas de valores na União Europeia a preparar e apresentar as suas contas consolidadas de acordo com as normas internacionais de contabilidade. Considerando que a informação vertida nos relatórios e contas tem de ser comparável a recolha de dados inicia-se em 2007, dado que foi a partir desta data que se tornou também obrigatório para as entidades com títulos cotadas, mas dispensadas de apresentar contas consolidadas, a preparação e apresentação das suas demonstrações financeiras de acordo com as normas internacionais de contabilidade.

No tratamento dos dados, serão utilizadas técnicas estatísticas paramétricas e não paramétricas, estimando-se os coeficientes das variáveis explicativas com base em modelos funcionais para dados em painel.

O aspeto inovador deste trabalho é a introdução da variável cultura ibérica (Portugal e Espanha), explorando na análise da opção pelo justo valor como base de mensuração dos ativos fixos tangíveis, intangíveis e propriedades de investimento potenciais práticas e impactos diferenciados. Esta variável é medida pela *proxie* país. Para este efeito

considerou-se o *International Securities Identification Number*<sup>1</sup> (ISIN), código do país onde a entidade emitente está legalmente registada ou onde tem a sede, com o prefixo PT (Portugal) e ES (Espanha). Pretende-se desta forma introduzir o fator nacional e inferir se há diferenças significativas por força do contexto cultural.

Este estudo desenvolve-se, para além do presente, em mais 4 capítulos.

O segundo capítulo é dedicado ao enquadramento teórico, normativo e apresentadas as conclusões de diversos estudos relacionados com o tema da investigação. O terceiro capítulo evidencia os objetivos gerais e hipóteses de investigação, explicita-se a amostra, apresenta-se e fundamenta-se as variáveis dependentes e independentes selecionadas para cada uma das hipóteses delineadas, por último, enuncia-se os modelos associados a cada uma das hipóteses. Os resultados obtidos são apresentados e discutidos no quarto capítulo. As conclusões, limitações da presente investigação e linhas de investigação futura são descritas no quinto e último capítulo.

---

<sup>1</sup> ISIN é um código de identificação internacional atribuído às ações e a outros títulos para facilitar as transações bolsistas. A estrutura do código e onde é utilizado encontra-se disponível em URL: <http://www.isin.org/site/page?view=isin>.

## 2. ENQUADRAMENTO

### *2.1. Enquadramento teórico*

Na década de 90 Mattessich (1998) publicou um artigo em que, contrariando a noção aceite por grande número de especialistas de que a mensuração a valor de mercado era sagrada, defendia a existência de diferentes bases de mensuração em função do objetivo da informação. Expôs vários exemplos, designadamente as razões fiscais onde é necessário o valor histórico (aquisição) e não o valor de mercado; Os acionistas pretendem saber o menor valor entre custo e valor de mercado; Quem toma decisões de gestão quer saber os valores de mercado atuais para calcular os fluxos de caixa esperados. Entendia que o investidor para estar bem informado necessitava pelo menos do valor de mercado e do valor atual. Considerava o valor de mercado mais objetivo e que refletia a sabedoria coletiva. Já o valor atual era um valor mais subjetivo porque assentava no juízo pessoal do investidor. Pesava duas formas de abordar o problema, cada uma refletindo um aspeto diferente: A pragmática seguida por profissionais e apoiada por académicos, mas sem muita explicação científica; A teórica, onde destaca: O enfoque no valor de mercado e o enfoque no valor atual. Para validar, justificar e corrigir estas opções sugeria a utilização de uma solução mais científica.

Desde sempre a contabilidade assentou na noção de custo histórico e esta opção baseava-se no facto de ser ou parecer ser o meio mais fiável de satisfazer o requisito da objetividade, tido como fundamental (Pinto, 2013). O custo histórico é uma base de mensuração que conduz a que os registos assentem numa base real efetiva, como sejam os custos de aquisição ou de produção, expressos, quer em unidades monetárias nominais, quer em unidades monetárias constantes.

Como vantagens da adoção do custo histórico são apontadas a objetividade, prudência, consistência e fiabilidade, porque é suportado por documentos, conforme defendem Ferreira (2009), Guimarães (2000), Gouveia (2009), Benau e Grima (2002) e López (2005).

Os inconvenientes apontados ao custo histórico prendem-se com a desatualização do valor de aquisição porque está ligado a data passada, que poderá ser ultrapassada através da reavaliação dos elementos patrimoniais, não conta com a inflação nem com as variações do poder de compra da moeda, falta de relevância e não reconhece o valor atual do mercado, nem a obsolescência dos ativos (Guimarães, 2011; Pinto, 2013 e López, 2005).

A subjetividade é apontada como sendo o fator negativo de maior relevância em relação à mensuração dos ativos pelo justo valor (Ferreira, 2009 e Rua, 2013). Guimarães (2008); Whittington (2008) e Marques (2007) defendem, ainda, que o mesmo é volátil e pode ser sujeito a manipulação por parte de gestores que promovam a teoria da agência em seu benefício.

Outras desvantagens apontadas à mensuração pelo justo valor são o de recorrer a mercados de referência, flutuação de preços e maiores custos quando não existem mercados de referência, por terem que recorrer a regras e técnicas de valorização feitas por peritos (García e Fernández, 2007; Bastos, 2009 e Galera, 2005).

Autores, como Ferreira (2009) e Sá (2008), defendem a mensuração pelo custo histórico, já que o mesmo é baseado em factos passados com documentação de suporte, por conseguinte objetiva, com fiabilidade e prudência, não se baseando em mercados de referência ou na sua ausência em peritos que podem manipular a informação.

Também Soto (2012) afirmou que na corrida para abandonar os princípios tradicionais da contabilidade e substituí-los por outros mais adaptados aos novos tempos, tornou-se usual a valoração de empresas em função de hipóteses e critérios subjetivos e a substituição de regras verdadeiramente objetivas (custo histórico). Assim, a degradação dos mercados financeiros e a perda generalizada de confiança, por parte dos agentes económicos, vieram a revelar o grave erro cometido ao deixar levar-se pelas *International Accounting Standard* (IAS)<sup>2</sup> e abandonar os princípios contabilísticos tradicionais baseados na prudência, adquirindo vícios da contabilidade criativa de valores "razoáveis" de mercado (*fair value*).

Pinto (2013) afirma que o justo valor é um risco, pela facilitação que dele decorre da manipulação da informação contabilística em função dos interesses particulares e porventura inconfessáveis de certos destinatários.

Outros autores são defensores do justo valor porque acreditam que os investidores saem beneficiados com a opção por este modelo, sendo mais próximo do mercado e mais relevante (Duque, 2008). Ao justo valor são apontadas vantagens como a maior comparabilidade, valores mais próximos dos praticados num mercado organizado, maior relevância, o valor atual prevê melhor os *cash flows* futuros e as demonstrações são mais úteis para os investidores (López, 2005; Benau e Grima, 2002 e Amorim, 2012).

---

<sup>2</sup> “Para efeitos do presente regulamento, por "normas internacionais de contabilidade" entende-se as *International Accounting Standards* - IAS (normas internacionais de contabilidade - NIC), as *International Financial Reporting Standards*, IFRS (normas internacionais de informação financeira-NIIF) e interpretações conexas (interpretações do SIC-IFRIC), as alterações subsequentes a essas normas e interpretações conexas e as futuras normas e interpretações conexas emitidas ou adotadas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB).” (artigo 2.º, Regulamento 1606/2002).

Como se conclui pelo exposto, tanto ao custo histórico como ao justo valor são reconhecidas vantagens e desvantagens pelo que tem interesse investigar qual a sua relevância para os investidores.

## **2.2. Enquadramento normativo**

Mensuração é entendida como o processo de determinar as quantias monetárias pelas quais os elementos das demonstrações financeiras (DF) devem ser reconhecidos e inscritos no balanço e na demonstração dos resultados. Envolve a seleção da base de mensuração. Nas DF podem utilizar-se em graus diferentes e em combinações variadas as bases de mensuração que se expõe na tabela 2.1.

Tabela 2.1. - Bases de mensuração

Base mensuração	Definição
Custo Histórico	Os ativos são registados pela quantia de caixa, ou equivalentes de caixa paga ou pelo justo valor da retribuição dada para os adquirir no momento da sua aquisição. Os passivos são registados pela quantia dos proventos recebidos em troca da obrigação, ou em algumas circunstâncias (por exemplo, impostos sobre o rendimento), pelas quantias de caixa, que se espera que venham a ser pagas para satisfazer o passivo no decurso normal dos negócios.
Custo Corrente	Os ativos são registados pela quantia de caixa ou de equivalentes de caixa que teria de ser paga se o mesmo ou um ativo equivalente fosse correntemente adquirido. Os passivos são registados pela quantia não descontada de caixa, ou de equivalentes de caixa, que seria necessária para liquidar correntemente a obrigação.
Valor Realizável (de liquidação)	Os ativos são registados pela quantia de caixa, ou equivalentes de caixa, que possa ser correntemente obtida ao vender o ativo numa alienação ordenada. Os passivos são escriturados pelos seus valores de liquidação; isto é, as quantias não descontadas de caixa ou equivalentes de caixa que se espera que sejam pagas para satisfazer os passivos no decurso normal dos negócios.

Base mensuração	Definição
Valor Presente	Os ativos são escriturados pelo valor presente descontado dos futuros influxos líquidos de caixa que se espera que o item gere no decurso normal dos negócios Os passivos são escriturados pelo valor presente descontado dos futuros exfluxos líquidos de caixa que se espera sejam necessários para liquidar os passivos no decurso normal dos negócios.
Justo Valor	Quantia pela qual um ativo pode ser trocado ou um passivo liquidado, entre partes conhecedoras e dispostas a isso, numa transação em que não exista relacionamento entre elas.

Fonte: Elaboração própria

Como se depreende pela tabela 2.1. são diversas as bases de mensuração previstas nas normas internacionais de contabilidade. Conforme os ativos ou passivos a reconhecer assim as IAS definem as bases de mensuração aplicáveis.

Atendendo que a presente investigação se centra em 3 tipos de ativos específicos: ativos fixos tangíveis, ativos intangíveis e propriedades de investimento, nos pontos seguintes referem-se as bases de mensuração previstas nas IAS que os enquadram, de acordo com o plasmado no Regulamento (CE) n.º 1126/2008, de 3 de novembro, e subsequentes alterações.

De acordo com a IAS 16 os ativos fixos tangíveis no reconhecimento inicial são mensurados pelo custo e na mensuração subsequente a entidade pode optar pelo modelo do custo ou pelo modelo da revalorização. No quadro seguinte apresenta-se a implicação em balanço de cada um destes modelos:

Tabela 2.2. - Modelos de mensuração

Modelo do custo = Custo aquisição – Depreciações acumuladas – Perdas por imparidade acumuladas
Modelo de Revalorização = Justo Valor à data da revalorização - Depreciações acumuladas subsequentes – Perdas por imparidade acumuladas

Fonte: Elaboração própria

Como se aduz pela tabela 2.2, na mensuração subsequente dos ativos fixos tangíveis recorre-se ao justo valor mas não se aplica o modelo de justo valor “puro”, pois a norma prescreve um modelo que combina o modelo do custo com o modelo do justo valor, denominado modelo de revalorização. Seja qual for o método utilizado deve ser aplicado a toda a classe de ativos.

No que concerne aos ativos intangíveis, a IAS 38 segue, no que se refere à mensuração, os mesmos requisitos e opções permitidos para os ativos fixos tangíveis. Exigindo no entanto esta IAS a existência de um mercado ativo para a adoção do modelo de revalorização.

De acordo com a IAS 40 as propriedades de investimento podem ser mensuradas, quer inicialmente, quer na subsequente, pelo modelo do custo ou pelo modelo do justo valor. No quadro seguinte evidencia-se as implicações em balanço da opção entre o modelo do custo e o modelo do justo valor:

Tabela 2.3. – Mensuração subsequente

Modelo do custo = Custo de aquisição – depreciações acumuladas – imparidade acumuladas.
Modelo do justo valor, a propriedade é valorizada pelo valor de mercado, determinado à data do balanço. Neste modelo não se reconhecem depreciações, nem imparidades.

Fonte: Morais (2013)

Como se demonstra na tabela 2.3, o modelo do custo é equivalente ao dos ativos anteriormente referidos, no entanto o modelo do justo valor, definido pela IAS 40 corresponde à aplicação pura dessa base de mensuração, afastando-se do preconizando nas IAS 16 e 38.

A título de síntese, a tabela 2.4. apresenta um resumo da mensuração subsequente onde pode ser aplicado o modelo de revalorização ou o modelo do justo valor.

Tabela 2.4. – Ativos mensurados pelo justo valor

Ativo	Norma	Mensuração Subsequente
Ativo Tangível	IAS 16	Pelo modelo do custo ou modelo de revalorização (se houver provas com base no mercado do justo valor). O modelo de revalorização consiste em mensurar o ativo pelo justo valor à data de revalorização menos depreciações acumuladas e eventuais perdas por imparidade subseqüentes.
Ativo Intangível	IAS 38	Pelo modelo do custo ou modelo de revalorização (se tiver mercado ativo). O modelo de revalorização consiste em mensurar o ativo pelo justo valor à data de revalorização menos amortizações acumuladas e eventuais perdas por imparidade subseqüentes.

Ativo	Norma	Mensuração Subsequente
Propriedades de Investimento	IAS 40	<p>Pelo modelo do custo ou modelo do justo valor.</p> <p>Se a entidade adotar o modelo de custo, as propriedades de investimento são mensuradas pelo custo. A entidade deverá divulgar o justo valor das propriedades de investimento.</p> <p>Se a entidade adotar o modelo do justo valor, as propriedades de investimento são mensuradas pelo justo valor.</p>

Fonte: Morais (2013)

Conforme se evidencia na tabela 2.4., a IAS 40 indiretamente tem como objetivo obrigar as entidades a mensurar as propriedades de investimento pelo justo valor, pois determina que caso as entidades optem pelo modelo do custo tem de divulgar, em anexo, o justo valor das mesmas.

No quadro seguinte resume-se a forma de determinação do justo valor prevista em cada uma das normas e como são reconhecidas as correspondentes variações do justo valor.

Tabela 2.5. – Forma de determinação e de reconhecimento das variações do justo valor

Ativo	IAS	Determinação do justo valor	Reconhecimento das variações do justo valor
Ativos Fixos Tangíveis	16	<p>Terrenos e edifícios:</p> <p>Com base no mercado por avaliação realizada por avaliadores profissionalmente qualificados e independentes.</p> <p>Instalações e equipamentos: Com base em valor de mercado determinado por avaliação.</p>	<p>O ganho resultante da revalorização é reconhecido diretamente nos capitais próprios (excedentes de revalorização), como regra geral; e em resultado do período, quando for a reversão de uma diminuição do valor do mesmo ativo previamente reconhecida como gasto do período;</p> <p>A perda resultante da revalorização é reconhecida como gasto do período, como regra geral; e como uma diminuição do excedente de revalorização, quando for a reversão de um excedente do mesmo ativo previamente reconhecido.</p>

Ativo	IAS	Determinação do justo valor	Reconhecimento das variações do justo valor
Ativos Intangíveis	38	Preço no mercado ativo disponível ao público	<p>O ganho resultante da revalorização é reconhecido:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Diretamente nos capitais próprios (excedente de revalorização), como regra geral; e</li> <li>- Em resultados do período, quando for a reversão de uma diminuição do valor do mesmo ativo previamente reconhecida como gasto do período;</li> </ul> <p>A perda resultante da revalorização é reconhecida:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Como gasto do período, como regra geral; e</li> <li>- Como uma diminuição do excedente de revalorização, quando for a reversão de um excedente do mesmo ativo previamente reconhecido.</li> </ul>
Propriedades de Investimento	40	<p>Preços correntes de mercado ativo de propriedades semelhantes no mesmo local e condição e sujeitas a locações e outros contratos semelhantes se existirem; ou valor estimado, atendendo a:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Preços correntes num mercado ativo de propriedades de diferente natureza, condição ou localização ajustados para refletir essas diferenças;</li> <li>- Preços recentes de propriedades semelhantes em mercados menos ativos, com ajustamentos para refletir quaisquer alterações nas condições económicas desde a data das transações que ocorreram a esses preços; e</li> <li>- Projeção de fluxos de caixa descontados com base em estimativas fiáveis de futuros fluxos de caixa.</li> </ul>	<p>Os ganhos ou perdas decorrentes da variação do justo valor são reconhecidos em resultados do período.</p>

Fonte: Morais (2013)

Como se aduz pela tabela 2.5., apenas no caso dos ativos intangíveis é imposta uma forte restrição à aplicação do justo valor, pois obriga à existência de um mercado ativo para estes ativos. Nos restantes casos é utilizado, o valor de mercado determinado por avaliação.

A determinação do justo valor por avaliação (por peritos qualificados ou não) fundamenta as críticas identificadas na revisão da literatura, designadamente a sua pouca fiabilidade (por exemplo Ferreira, 2009 e Rua, 2013) e obrigar a maiores custos (por exemplo García e Fernández, 2007; Bastos, 2009 e Galera, 2005).

O *International Accounting Standards Board* (IASB), com o objetivo de ultrapassar as críticas da pouca fiabilidade na determinação do justo valor e no sentido de objetivar e emanar orientações no que concerne à aplicação desta base de mensuração, emitiu a *International Financial Reporting Standards* (IFRS) n.º 13, em 1 de janeiro de 2013. Deste modo estabelece numa única *IFRS* uma estrutura para a mensuração do justo valor.

A IFRS 13, publicada em anexo ao Regulamento (CE) n.º 1255/2012, de 11 de dezembro, define justo valor nos seguintes termos,

... preço que seria recebido pela venda de um ativo ou que seria pago pela transferência de um passivo numa transação ordenada entre participantes do mercado na data de mensuração” (§ 2).

Como se infere o justo valor é uma mensuração baseada no mercado e não uma mensuração específica da entidade e está sujeita às condições e risco à data do balanço. Neste sentido, exige divulgações sobre mensurações do justo valor.

Para aumentar a consistência e a comparabilidade nas mensurações do justo valor e nas divulgações correspondentes a IFRS 13 estabelece uma hierarquia de justo valor que

A relevância do JUSTO VALOR: Entidades com títulos cotados nas bolsas de Lisboa e de Madrid

classifica em três níveis de fiabilidade as informações para as técnicas de avaliação utilizadas na sua mensuração:

- Nível 1 - Preços cotados (não ajustados) em mercados ativos para ativos ou passivos idênticos a que a entidade possa ter acesso na data de mensuração.
- Nível 2 - Informações que são observáveis para o ativo ou passivo, seja direta ou indiretamente, exceto preços cotados incluídos no Nível 1.
- Nível 3 - Dados não observáveis para o ativo ou passivo.

### ***2.3. Estudos empíricos***

Atendendo à linha de investigação do presente trabalho, analisaram-se diferentes estudos empíricos correlacionados com o justo valor e que incidissem, quer sobre fatores potencialmente explicativos da sua utilização, quer sobre as reações do mercado à sua utilização.

De entre os estudos sobre o justo valor é de destacar os trabalhos que procuram aferir o grau de adesão ao justo valor. Com este objetivo é de destacar as conclusões de Conceição (2009), Teixeira, Fernandes, Gonçalves e Pereira (2013) que evidenciam que as empresas optaram maioritariamente pelo custo histórico. Já Dinis (2013) conclui que apesar da maioria das empresas ter optado pelo custo histórico (60%) a diferença não é significativamente diferente. Em sentido contrário Arrenga (2012), Muller, Riedl e Sellhorn (2008) concluem que as empresas analisadas optaram maioritariamente pelo justo valor. No entanto Barros (2013) conclui que a opção pelo justo valor só é estatisticamente significativa nas empresas do sector financeiro.

A heterogeneidade das conclusões justifica-se face às metodologias utilizadas e às amostras consideradas, as variáveis testadas como o tipo de ativos (propriedades de

investimento, ativos biológicos ou financeiros), o setor, o país de origem das empresas, dimensão, internacionalização, assim como o período temporal a que os dados se reportam.

No que concerne a estudos que introduzem o fator cultural ibérico no estudo das práticas contabilísticas destaca-se os trabalhos de Fernandes, Gonçalves, Guerreiro e Pereira (2014), Silva (2010) e Selas (2009) medido pela *proxy* país onde as entidades têm os títulos sujeitos a cotação. Fernandes *et al.* (2014) concluíram que existem diferenças significativas no reconhecimento das imparidades, sendo superiores em Espanha. Já Silva (2010) não evidencia diferenças entre os dois países. As diferentes conclusões podem ser entendidas à luz da dimensão da amostra, das rubricas analisadas e das variáveis consideradas. Em Portugal, Selas (2009) analisou as práticas de mensuração das empresas com títulos cotados quanto às propriedades de investimentos (2005 a 2008) observando que das 75 observações, 39 correspondiam a empresas que utilizavam o custo histórico e 36 o modelo do justo valor.

Fora do contexto ibérico, Costa (2014) analisou uma amostra 44 empresas de cinco países europeus Portugal, Espanha, França, Itália e Grécia – com títulos cotados nos principais índices bolsistas que tinham nos seus ativos propriedades de investimento e/ou ativos biológicos. Verificou a aplicação do justo valor a esses ativos, concluindo que a utilização do justo valor é maioritária para os ativos biológicos (7 em 9 empresas das quais 5 pertenciam ao setores de exploração agrícola e serviços relacionados e reduzida (8 em 43 empresas) nas propriedades de investimento. Contudo, consideradas apenas as empresas que incluem o setor imobiliário como uma das atividades principais, 66,67% adotaram o justo valor confirmando a relação entre a utilização do justo valor e determinados setores.

Christensen e Nikolaev (2013) analisaram 275 empresas (124 inglesas e 151 alemãs) que tinham como ativos propriedades de investimento e concluíram que a utilização do justo valor tem pouca expressão e só é utilizado quando está disponível e a baixo custo. Encontraram uma relação positiva entre utilização do justo valor e o país (Inglaterra) e concluíram que as empresas alemãs são mais propensas à utilização do custo histórico. Concluem igualmente que o setor imobiliário é mais propenso a utilizar o justo valor como critério de mensuração. Lourenço e Curto (2008) analisaram empresas cotadas de quatro países europeus (França, Suíça, Inglaterra e Alemanha) não tendo encontrado diferenças significativas nas práticas de mensuração no que concerne às propriedades de investimento. Contudo a maioria das empresas (cerca de 82%) utilizavam o justo valor, concluindo os autores que a utilização deste modelo deveria ter um forte impacto económico nessas empresas.

É de destacar alguns trabalhos cujo objeto se centrou nos ativos biológicos, para além do já referido Costa (2014), dado que a respetiva norma obriga que sejam mensurados ao justo valor. Filho, Martins e Machado (2013) concluíram que a adoção do justo valor nos ativos biológicos era positiva e aproximava-se mais do valor de mercado. À mesma conclusão chegaram Argilés, Garcia-Blandon e Monllau (2011). Já Gonçalves e Lopes (2014) evidenciavam que a concentração das propriedades agrícolas tinha impacto positivo sobre as práticas de divulgação do justo valor dos ativos biológicos.

Destaca-se também alguns estudos que se concentraram na análise dos normativos e nos motivos porque as entidades não optavam pela mensuração do justo valor mas sim pela do custo histórico. Quagli e Avallone (2010) ao analisarem o motivo da utilização do justo valor (JV) vs custo histórico (CH) nas propriedades de investimento após em entrada em vigor da IAS 40 chegaram à conclusão que um dos impedimentos para a

utilização do JV eram os custos de agência, além de existir uma relação negativa com o rácio *market-to-book* e que o rácio do endividamento não influenciava a escolha sendo um dos fatores positivos o tamanho da entidade. Christensen e Nikolaev (2013) referem que 44% das empresas que utilizavam o justo valor aquando da adoção das normas internacionais optaram pelo custo histórico, justificando tal alteração por, eventualmente, estas o considerarem mais adequado ao mercado.

Palavecinos (2011) concluiu que a objetividade do modelo do CH era insuficiente para fornecer informação mais transparente ao mercado e que apesar do JV ter alguns riscos associados à sua avaliação a sua divulgação deve ser bem explicada. Ao mesmo resultado chegou Gómez, Hoz e López (2011) referindo que o JV facilita a comparabilidade. Suárez e Fernandez (2007) chegaram à conclusão que existem fatores que entram o processo de adoção da mensuração pelo JV, tais como o aumento dos custos políticos e de agência. Benau e Grima (2002) concluíram que os países mais desenvolvidos aderem mais facilmente a esta base de mensuração.

A grave crise financeira que despoletou em 2008 levou a que se efetuassem estudos a fim de aferir de que modo a mensuração pelo justo valor poderia ter afetado as entidades pela negativa. Destacam-se dois estudos de Barreto (2009) e Laux e Leuz (2009) que concluíram que a mensuração pelo JV colaborou para um diagnóstico mais rápido da crise. Estas conclusões retiraram argumentos às críticas que alguns autores elaboram sobre a contribuição do justo valor para a crise financeira (por exemplo Soto, 2012).

O impacto do justo valor no valor de mercado das entidades é posto em causa por diversos autores, designadamente por Gonedes e Dopuch (1974) e Leftwich (1981) e que concluíram que as regras contabilísticas não estão associadas ao preço das ações,

exceto quando essas regras têm impactos económicos. Existem consequências económicas quando, em função da nova informação, existe impacto designadamente no *cash flow* das empresas. Nesta linha de investigação, Aboody, Barth e Kasznik (1999) analisaram o excedente de revalorização dos ativos fixos de empresas inglesas e confirmaram que estava positivamente relacionada com os resultados e o *cash flow* operacional, refletindo essa revalorização. Por outro lado, concluem que essa revalorização está positivamente relacionada com o preço das ações. No mesmo sentido, Barth e Clinch (1998) verificaram que os ativos fixos tangíveis revalorizados de empresas australianas estavam associados com o preço das ações. Também provaram que o custo histórico e o justo valor nas empresas não financeiras eram avaliados de forma diferente pelos investidores.

Um estudo realizado por Lourenço e Curto (2008) revela a relevância tanto do justo valor como do custo histórico para o preço das ações. Encontraram diferenças significativas no que concerne à mensuração das propriedades de investimento ao justo valor entre empresas inglesas, francesas, alemãs e suíças, com títulos cotados. Considerando o país, encontraram uma relação positiva para o preço das ações para Alemanha, Reino Unido e Suíça, e uma relação negativa para França. Já Li e Kyu (2010) analisaram a relevância da utilização do justo valor no preço das ações de empresa chinesas com títulos cotados e concluíram pela relação entre as variações de justo valor e a flutuação do preço das ações. Selas (2009) que analisou os critérios de mensuração e a sua repercussão na cotação das empresas com títulos cotados na bolsa de Lisboa, constatou não haver diferenças significativas entre as empresas que utilizavam o custo histórico ou o modelo do justo valor.

Sendo a imparidade uma das facetas da aplicação do justo valor reconhecido, diversos estudos têm analisado se a perda de valor dos ativos fixos tangíveis e intangíveis também têm implicações no mercado. Strong e Meyer (1987) concluíram que o anúncio da imparidade dos ativos originou uma opinião generalizada de que a reestruturação não tinha sido o suficiente para algumas empresas. Também Kvaal (2005); Xu, Anandarajan e Curatota (2011) e AbuGhazaleh, Al-Hares e Hddad (2012) concluíram que as imparidades do *goodwill* eram relevantes para o mercado, já Albuquerque, Almeida e Quirós (2011) concluíram que o tamanho da entidade estava relacionado com o reconhecimento e divulgação das imparidades. Oliveira, Rodrigues e Craig (2010) nos seus estudos ao avaliarem a relevância dos ativos intangíveis e *goodwill* no mercado, após a entrada em vigor das IAS, constataram que existia uma associação positiva com o preço das ações e que o mais relevante era o *goodwill*. Seguindo o mesmo raciocínio dos estudos anteriores Fernandes e Gonçalves (2012) ao analisarem as entidades com títulos cotadas na *Euronext Lisbon* concluíram que o *goodwill* e respetivas imparidades são relevantes para o mercado mas de forma diferenciada para as entidades que não integram o *Portuguese Stock Index 20*.

Face aos diferentes resultados pode-se concluir como Landsman (2006) que, quer a divulgação, quer o reconhecimento do justo valor, são úteis para os investidores. Contudo essa utilidade depende de vários fatores designadamente das quantias reconhecidas, dos erros de estimativa e das suas fontes, que questionam a fiabilidade e confiança da informação.

### **3. ESTUDO EMPÍRICO**

A presente investigação empírica suporta-se na teoria positiva da contabilidade, anteriormente explicitada. Elegeu-se como rubricas a analisar os ativos fixos tangíveis, intangíveis e propriedades de investimento dado que, como anteriormente se expôs, as normas que as enquadram permitem que estes ativos sejam mensurados pelo seu justo valor ou pelo custo histórico.

#### ***3.1. Objetivos gerais e hipóteses de investigação***

Pretende-se com o presente estudo analisar em que medida a utilização do justo valor é influenciado por fatores de enquadramento externo (como o setor de atividade, tipo de firma de auditoria, cotação das ações) e interno (nomeadamente a relevância das rubricas a analisar, política de dividendos, resultado líquido). Pretende-se também aferir em que medida o fator cultural justifica práticas contabilísticas diferenciadas de país para país. Esta variável é medida pela *proxie* país, para este efeito considerou-se o ISIN, código do país onde a entidade emitente está legalmente registada ou onde tem a sede, com o prefixo PT (Portugal) e ES (Espanha).

Neste sentido define-se as seguintes hipóteses de investigação:

H1: A utilização do justo valor, como critério de mensuração dos ativos fixos tangíveis, intangíveis e propriedades de investimento está associado a variáveis de natureza interna e externa das entidades.

H2: A aplicação do justo valor influencia a perceção dos investidores e refletem-se no valor de mercado das entidades.

### **3.2. *Universo e amostra***

O estudo incide sobre as empresas com títulos cotados na *Euronext Lisbon* e as empresas espanholas com valores cotados na *Bolsa de Madrid*.

À data deste estudo existiam na *Euronext Lisbon* 53 entidades com títulos cotados. A este universo retirou-se 18 entidades, pelo que a amostra integra 35 entidades. No apêndice 1 identificam-se as entidades que compõem a amostra.

Justifica-se a exclusão das 18 entidades pela não comparabilidade dos dados espelhados nas demonstrações financeiras destas entidades com as restantes. Foram excluídas três sociedades anónimas desportivas (SAD), em virtude da data de apresentação e divulgação de contas ser diferente do ano civil, dez entidades do sector financeiro em virtude do mesmo ser sujeito a normas muito específicas, quatro entidades que não apresentam declarações financeiras consolidadas em todo o período em estudo e uma entidade que contém o ISIN, código do país onde a entidade emitente está legalmente registada ou onde tem a sede, com o prefixo diferente de PT.

Para o mercado espanhol foram consideradas as empresas pertencentes ao mercado bolsista de Madrid (Mercado Contínuo), onde se encontraram 124 entidades cotadas na à data deste estudo. Foram excluídas 32 entidades do setor financeiro e imobiliário com normas específicas, 8 entidades com o ISIN, código do país onde a entidade emitente está legalmente registada ou onde tem a sede, com o prefixo diferente de ES, 4 entidades por divulgarem fora do ano civil, 5 entidades por não apresentarem declarações consolidadas em todos os anos em análise e 6 entidades encontravam-se em liquidação, suspensas, não consolidavam ou tinham restrições legais. A amostra das entidades com títulos admitidos à cotação na *Bolsa de Madrid* é de 69 empresas. No apêndice 2 discriminam-se as entidades que integram esta amostra.

A relevância do JUSTO VALOR: Entidades com títulos cotados nas bolsas de Lisboa e de Madrid

Os dados foram retirados das DF consolidadas pois, por força do Regulamento 1606/2002, obrigatoriamente as DF são preparadas e apresentadas de acordo com as normas internacionais de contabilidade, deste modo está garantida a comparabilidade dos mesmos<sup>3</sup>. Considerou-se as DF reportadas a 31/12, do período 2007-2013.

A informação relativa às demonstrações financeiras das entidades portuguesas foi recolhida da página web da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, onde as DF se encontram disponíveis para consulta (<http://www.cmvm.pt>) e das páginas web das próprias empresas.

Os valores de cotação dos títulos foram recolhidos na página web da *Euronext Lisbon*, disponível em <https://europeanequities.nyx.com/pt-pt/products/equities/>.

Em relação às entidades espanholas a consulta das demonstrações financeiras foi efetuada na página web da *Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV)* disponível em <https://www.cnmv.es/Portal/consultas/busqueda.aspx?id=25> e das páginas web das próprias empresas.

Os valores de cotação dos títulos foram recolhidos na página web da *Bolsa de Madrid* disponível em <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/Empresas.aspx> e na página web <http://www.msn.com/es-es/dinero>.

A data considerada para a cotação no final de cada ano foi a 31 de dezembro e no final do 1.º trimestre do ano seguinte considerou-se 31 de março.

---

<sup>3</sup> As DF individuais, por força do enquadramento legislativo, em Portugal podem por opção ser preparadas e apresentadas de acordo com as normas internacionais de contabilidade e em Espanha essa opção não é permitida.

Os dados recolhidos têm uma estrutura em painel porque permitem que cada variável apresente um índice duplo que corresponde à empresa ( $i = 1$  a 104) e ao ano de observação ( $t = 2007$  a 2013). Como nos dados em painel existe mais que uma observação por empresa possibilita analisar as alterações das variáveis no espaço e no tempo. O presente painel é balanceado porque se verifica o mesmo n.º de observações para todo o período em análise (2007-2013), o que permitiu totalizar 728 observações.

### 3.3. Variáveis

#### 3.3.1. Variáveis dependentes

A variável dependente é a variável cujo comportamento pretende-se explicar em função de um conjunto de outras variáveis, que são consideradas as variáveis independentes (explicativas). Definiram-se como variáveis dependentes as seguintes, tendo como critérios de seleção aquelas que traduzem o fenómeno em estudo e que tenham sido utilizados por outros autores.

Para a hipótese 1 a variável dependente é dicotómica (Aplica\_JV), isto é, uma variável que só pode corresponder a dois resultados finais (0;1), em que o 1 corresponde à utilização de justo valor em pelo menos uma das rubricas e o 0 à não utilização do justo valor. Esta variável foi utilizada por Conceição (2009), Teixeira *et al.* (2013) e Dinis (2013):

$$Y_t = \begin{cases} 1 - a \text{ entidade utiliza o justo valor nos AFT, AI ou nas PI} \\ 0 - a \text{ entidade não utiliza o justo valor nos AFT, AI ou nas PI} \end{cases}$$

Para a 2.ª hipótese definiu-se como variável dependente o logaritmo natural do valor de mercado das entidades (log\_Mkt\_Val\_D), com referência ao final de cada ano. Esta variável tem sido utilizada em diversos estudos onde se procura associar o valor de

mercado com determinadas variáveis dependentes, designadamente Fernandes e Gonçalves (2012); Albuquerque *et al.* (2011) e Strong e Meyer (1987).

### **3.3.2. Variáveis independentes**

As variáveis independentes são as variáveis potencialmente explicativas da hipótese delineada e foram agrupadas em fatores a que se associa natureza diversa.

#### **3.3.2.1 – Fatores explicativos da aplicação do justo valor**

Para estimar o modelo subjacente à primeira hipótese foram consideradas como variáveis independentes as seguintes que resultam de estudos anteriores.

- Total dos ativos intangíveis (A\_Intg). Esta variável corresponde a uma das rubricas analisadas em termos de aplicação do justo valor (IAS 38). Sinal esperado (+). Referências: Silva (2010).
- Logaritmo dos Ativos fixos tangíveis totais (log\_AFT). Esta variável corresponde a uma das rubricas analisadas em termos de aplicação do justo valor (IAS 16). Sinal esperado (+). Referências: Christensen e Nikolaev (2013) e Fernandes *et al.* (2014).
- Total das propriedades de investimento (Prop\_inv). Esta variável corresponde a uma das rubricas analisadas em termos de aplicação do justo valor (IAS 16). Espera-se uma relação positiva, dado, como se referiu anteriormente, a norma implicitamente conduzir à obrigação da mensuração destes ativos pelo justo valor. Sinal esperado (+). Referências: Fernandes *et al.* (2014) e Costa (2014).
- País × ativos totais (País ativos). Variável de interação entre a variável País [Portugal (1) ou Espanha (0)] e o Total do Ativo. Como variável de interação tem natureza exploratória, contudo a variável país tem sido utilizada em diversos

estudos. Sinal esperado (+). Referências: Lourenço e Curto (2008), Silva (2010), Christensen e Nikolaev (2013), Costa (2014) e Fernandes *et al.* (2014).

- Setor  $\times$  ativos (Setor\_ativos). Variável de interação entre a variável setor (variável dicotómica entre bens transacionáveis (1) e não transacionáveis (0) e a variável Total do Ativo. Apesar da variável de interação ter natureza exploratória o setor tem sido utilizado como variável explicativa em diversos estudos. Sinal esperado (+). Referências: Dinis (2013), Argilés *et al.* (2011), Christensen e Nikolaev (2013) e Costa (2014).
- Auditores (audit) por se entender que as empresas multinacionais de auditoria, denominadas de *big four*<sup>4</sup> serão mais exigentes com as empresas-clientes no que diz respeito à divulgação de uma aplicação criteriosa das normas contabilísticas. É uma variável dicotómica onde um (1) corresponde às sociedades de auditoria *big4* e zero (0) as restantes. Sinal esperado (-). Referências: Teixeira *et al.* (2013) e Gonçalves e Lopes (2014).
- Cotação da entidade no final do ano anterior [Cot\_Dez (n-1)]. Esta variável pretende determinar em que medida o critério de mensuração justo valor pode ser utilizado em entidades com menor valor de mercado. Sinal esperado (-). Referências: Muller *et al.* (2008), Teixeira *et al.* (2013), Christensen e Nikolaev (2013)<sup>5</sup> e Fernandes *et al.* (2014).

### 3.3.2.2 – Fatores explicativos do valor de mercado

Para estimar o modelo subjacente à segunda hipótese foram consideradas como variáveis independentes as seguintes que resultam não só de estudos anteriores como da introdução de algumas variáveis de natureza exploratória.

---

<sup>4</sup> Big-Four – Conjunto formado por quatro empresas internacionais de auditoria: DTT - Deloitte Touche Tohmatsu, E & Y - Ernst & Young, KPMG e PWC – PricewaterhouseCoopers.

<sup>5</sup> Este autor utilizou a variável capitalização bolsista.

- Logaritmo natural do ativo (LN\_Ativo) – O ativo é utilizado genericamente como uma *proxy* da dimensão da entidade, aqui reportada ao volume de investimentos, quer em ativos não correntes, quer em ativos correntes. Também resulta do conceito de ativo a expectativa de benefícios económicos futuros, factos que justificam a relação positiva esperada entre esta variável e o valor de mercado das entidades. Sinal esperado (+). Referências: Watts e Zimmerman (1990), Conceição (2009), Quagli e Avallone (2010) e Christensen e Nikolaev (2013).
- Market-to-book [Mkt\_book\_1T(n-1)] - É o rácio que compara o valor de mercado com o valor contabilístico, referido ao ano n-1.

Sendo que:

$$\text{Mark\_book} = \frac{\text{Valor de mercado}}{\text{Valor contabilístico}} \quad \text{onde} \quad \text{Valor de mercado} = \text{Cotação} \times \text{N.º de ações}$$

A introdução de um *lag* de 1 ano explica a hipótese de que o valor de mercado do ano n é influenciado pelo ano anterior. Diversos estudos, que não relativos à temática do justo valor, introduzem esta variável<sup>6</sup> que testaram a decomposição do *book-to-market* em dois componentes persistentes e transitórios chegaram à conclusão que ambos forneciam informação incremental para o mercado. Sinal esperado (+). Referências: Aboody *et al.* (1999).

- Aplicação do justo valor por país (Pais\_aplica\_JV) - Variável que resulta da interação entre a variável dicotómica país (Portugal = 1; Espanha = 0) e a variável Aplica o justo valor, também variável dicotómica (aplica JV = 1; não

---

<sup>6</sup> Designadamente Beaver e Ryan (2000), Fama e French (1996), Ohlson (1995).

aplica = 0). Como variável de interação tem natureza exploratória, contudo a variável país tem sido utilizada em diversos estudos. Nesta variável admite-se comportamentos diferenciados por país, em função da utilização mais ou menos frequente do critério de mensuração do justo valor para os ativos em observação. A relação esperada é positiva admitindo-se um comportamento distinto entre as empresas dos dois países, com prevalência nas empresas portuguesas. Sinal esperado (+). Referências: Lourenço e Curto (2007), Silva (2010), Christensen e Nikolaev (2013) e Fernandes *et al.* (2014).

- Aplicação do justo valor por setor (Setor\_aplica\_JV) - Variável que resulta da interação entre a variável dicotómica Setor (Bens transacionáveis = 1; Bens transacionáveis = 0) e a variável Aplica o justo valor, também variável dicotómica (Aplica JV = 1; não aplica = 0). De acordo com Watts e Zimmerman (1990) empresas do mesmo setor tendem a adotar estratégias de divulgação que entendem ser as mais adequadas para a especificação desse setor. Sinal esperado (+/-). Referências: Watts e Zimmerman (1990) e Christensen e Nikolaev (2013).
- Distribuição de dividendos (Distr\_Divid) - Variável dicotómica onde Distribui dividendos = 1; Não distribui dividendos = 0. Os dividendos refletem a política de remuneração dos acionistas sendo que a distribuição de dividendos tende a favorecer os acionistas que privilegiam os retornos de curto prazo, em detrimento da valorização da empresa no médio/longo prazo. Diversos estudos<sup>7</sup>, que não relativos à temática do justo valor, analisaram esta relação. Desta forma,

---

<sup>7</sup> Ohlson (1995) concluiu que as políticas de dividendos tinham uma relação positiva com o valor de mercado e com o valor contabilístico. Campbell e Robert (1998) concluíram que os dividendos atuais têm uma relação positiva com o preço das ações no futuro.

é expectável uma relação positiva entre o retorno obtido por esta via e o valor futuro das entidades. Sinal esperado (+). Referências: Variável exploratória.

- Resultado Líquido do período (RL) - O resultado líquido representa o desempenho económico da entidade pelo que se espera uma relação positiva entre o resultado e o valor de mercado das entidades. Sinal esperado (+); Referências: AbuGhazaleh *et al.* (2012), Xu *et al.* (2011) e Oliveira *et al.* (2010).
- Passivo corrente (Passivo\_Corr) - O passivo representa o endividamento bruto das entidades, no caso estuda-se o impacto do passivo de curto prazo, que se relaciona mais diretamente com a pressão na tesouraria das entidades, admitindo-se uma relação negativa face ao valor de mercado das entidades. Sinal esperado (-); Referências<sup>8</sup>: Kvall (2005), Selas (2009), Albuquerque *et al.* (2011) e Christensen e Nikolaev (2013).
- Os interesses maioritários (Int\_maiorit) - Refletem a concentração de capital no acionista dominante, por oposição aos interesses minoritários, parte que não têm poder de controlo sobre as estratégias das entidades. Astami e Tower (2006) defendem que quando existe um alto nível de concentração de propriedade, esses acionistas podem exercer influência sobre o relato de informação financeira. Pelo contrário, quando a estrutura de propriedade/acionista é difusa, os gestores têm maior oportunidade para o exercício da discricionariedade sobre as escolhas contabilísticas. Admite-se que os investidores associam uma maior concentração a uma maior credibilidade da informação contabilística. Sinal esperado (+). Conceição (2009).

---

<sup>8</sup> Estes autores não utilizam o Passivo como variável mas sim o rácio de endividamento.

### 3.4. Modelos

#### 3.4.1. 1ª Hipótese

Foi definido o modelo econométrico para estimar os coeficientes da 1ª hipótese do estudo. Face à dicotomia da variável dependente optou-se por um modelo de regressão multivariada *logit* para dados em painel, que permite obter a probabilidade de uma dada observação pertencer a um conjunto determinado, em função do comportamento das variáveis independentes.

$$\begin{aligned} \text{Aplica\_JV}_{it} = & \beta_{0it} + \beta_1 b\_t_{it1} + \beta_2 A\_intag_{it2} + \beta_3 \log\_AFT_{it3} + \beta_4 Prop\_inv_{it4} + \beta_5 audit_{it5} \\ & + \beta_6 Setor\_ativos_{it6} + \beta_7 País\_ativos_{it7} + \mu_{it} \end{aligned}$$

onde  $i = 1, \dots, 104$ ,  $t = 2007, \dots, 2013$  e  $\mu_{it}$  representa o erro ou distúrbio idiossincrático porque varia ao longo de  $i$  e de  $t$ .

#### 3.4.2. 2ª Hipótese

Para testar a segunda hipótese da relação entre o valor de mercado e um conjunto de variáveis potencialmente explicativas (apresentadas anteriormente) foi definido o seguinte modelo econométrico de regressão multivariada para dados em painel:

$$\begin{aligned} \log\_Mkt\_Val\_D_{it} = & \beta_{0it} + \beta_1 LN\_Ativo_{it1} + \beta_2 Mkt\_book\_IT(n-1)_{it2} + \beta_3 País\_aplica\_JV_{it3} + \\ & \beta_4 Setor\_aplica\_JV_{it4} + \beta_5 Distr\_Divid_{it5} + \beta_6 RL_{it6} + \beta_7 Passivo\_Corr_{it7} \\ & + \beta_8 Int\_maiorit_{it8} + \mu_{it} \end{aligned}$$

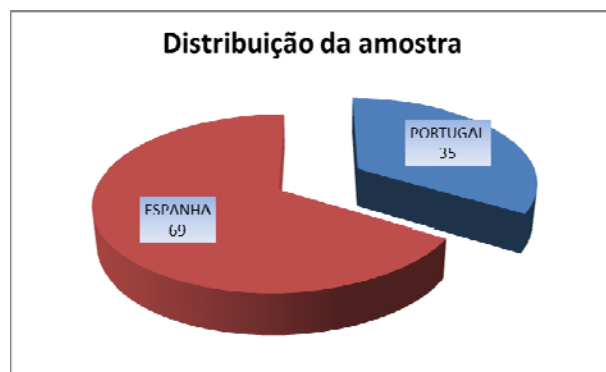
onde  $i = 1, \dots, 104$ ,  $t = 2007, \dots, 2013$  e  $\mu_{it}$  representa o erro ou distúrbio idiossincrático porque varia ao longo de  $i$  e de  $t$ .

## 4. RESULTADOS

### 4.1. Caracterização da amostra

A amostra incide sobre 104 entidades com títulos cotados nas bolsas de Lisboa e Madrid. Foram analisadas 35 empresas portuguesas e 69 empresas espanholas (Figura 4.1.).

Figura 4.1. – Distribuição da amostra por países

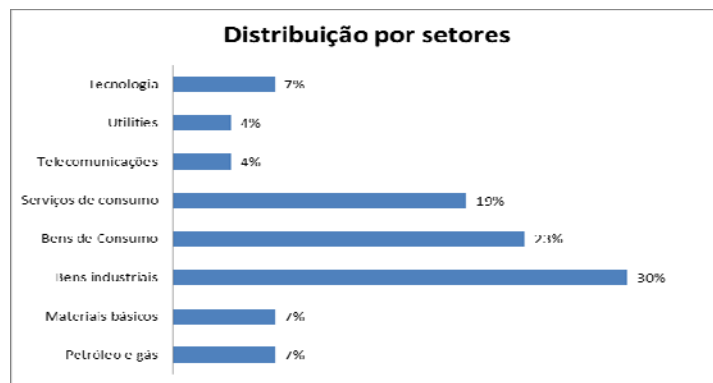


Fonte: Execução própria

Foram considerados oito setores económicos, classificados de acordo com a *Industry Classification Benchmark (ICB)*<sup>9</sup>, com maior representatividade para os bens industriais, os bens de consumo e os serviços de consumo (Figura 4.2.).

<sup>9</sup> A ICB é uma taxonomia de classificação de setores. É utilizada para distinguir os mercados em setores dentro da macroeconomia, permitindo aos investidores comparar as tendências de um determinado setor. A estrutura do código e a definição de cada setor encontra-se disponível em URL: [http://www.icbenchmark.com/Site/ICB\\_Structure](http://www.icbenchmark.com/Site/ICB_Structure).

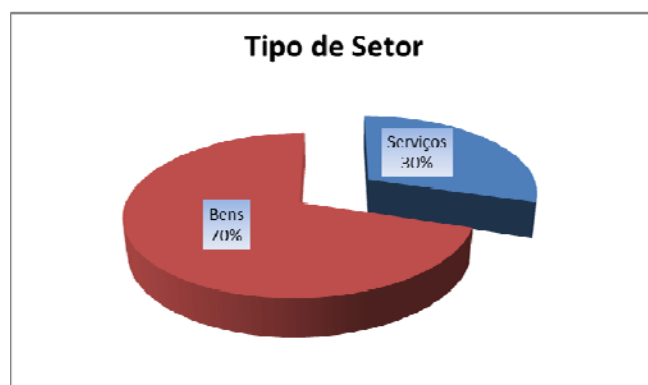
Figura 4.2. – Distribuição por setores económicos



Fonte: Execução própria

Os setores considerados distribuem-se do seguinte modo: 70% bens transacionáveis e 30% serviços (Figura 4.3.). Considerou-se que ao agrupar as entidades em dois grupos, transacionáveis e não transacionáveis, se poderia obter maior uniformidade na observação e indicar uma tendência para um dos setores.

Figura 4.3. – Distribuição por tipo de setor



Fonte: Execução própria

A utilização do justo valor nos diversos setores de atividade não é uniforme, pautando-se em termos médios na ordem dos 17 a 19%. Contudo já se verificam diferenças nos itens onde esse critério de mensuração é utilizado relevando-se a sua aplicação nos ativos fixos tangíveis no setor dos bens não transacionáveis.

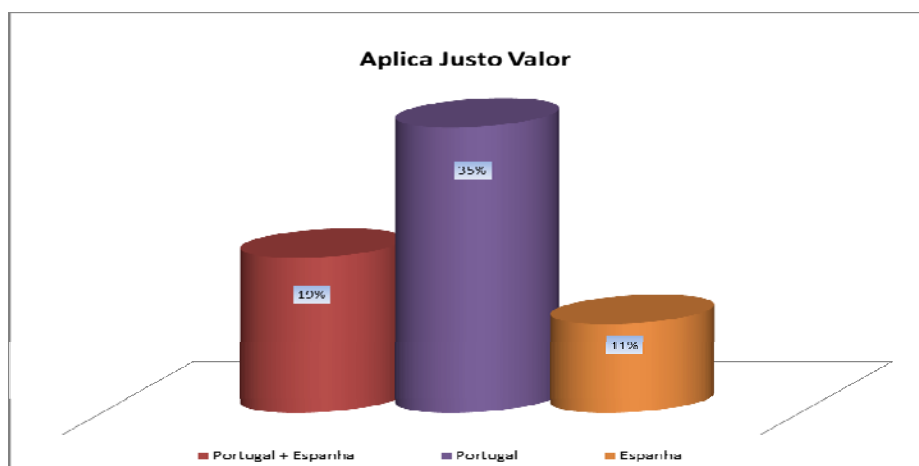
Tabela 4.1. – Utilização do justo valor por setor

TIPO SETOR	APLICA_JV	JV_AFT	JV_INT	JV_PI
<b>BENS NÃO TRANSACIONÁVEIS (217 OBS)</b>	42 (19,35%)	28 (12,9%)	0	21 (9,7%)
<b>BENS TRANSACIONÁVEIS (511 OBS.)</b>	88 (17,22%)	29 (5,68%)	31 (6,07%)	43 (8,04%)

Nota: Várias empresas utilizam o justo valor em mais do que uma categoria de ativos

Na figura 4.4. observa-se, em termos percentuais, a adesão à mensuração dos ativos fixos tangíveis, ativos intangíveis e propriedades de investimento pelo justo valor em Portugal, Espanha e no conjunto dos dois países. Portugal apresenta uma adesão de 35% das empresas analisadas e Espanha 11%. Considerando o mercado ibérico verifica-se a adesão de 19% das empresas à mensuração pelo justo valor, sendo que 81% continuam a utilizar o custo histórico.

Figura 4.4. – Aplicação do justo valor pelas empresas



Fonte: Execução própria

Na tabela 4.2 evidencia-se, por país, o número de entidades, por item, que aplicam o justo valor.

Tabela 4.2. – Utilização do justo valor por país e tipo de ativo

PAÍS	APLICA_JV	JV_AFT	JV_INT	JV_PI
PORTUGAL	78	50	7	43
ESPAÑA	52	7	24	21
TOTAL	130	57	31	64

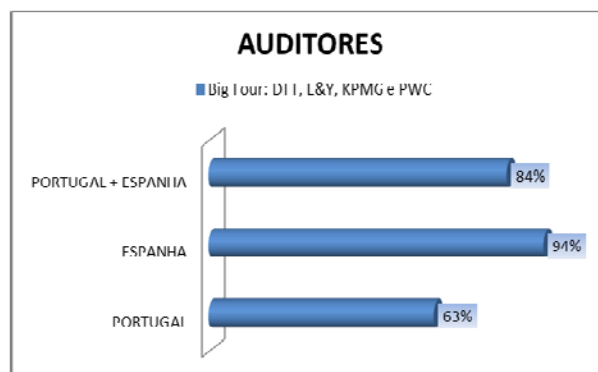
Nota: Várias empresas utilizam o justo valor em mais do que uma categoria de ativos

Como se pode constatar, são as propriedades de investimento o item em que o justo valor surge com maior frequência de utilização, facto ao qual não será estranho a obrigação da norma contabilística aplicável exigir, em alternativa, a utilização do valor de mercado como critério de reconhecimento ou, em alternativa, a sua divulgação em anexo, pelo que as entidades terão que suportar, nas duas alternativas, os custos associados à sua obtenção. Por outro lado, são os ativos intangíveis os de menor frequência de utilização do justo valor, o que também se pode explicar pelo facto da IAS 38 impor a existência de um mercado ativo para a utilização do justo valor como base de mensuração.

Uma das variáveis que foi considerada neste trabalho refere-se tipo de auditor, pelas razões que se referem na explicação das variáveis. Considerou-se as *big four*: DTT - Deloitte Touche Tohmatsu, E & Y - Ernst & Young, KPMG e PWC – PricewaterhouseCoopers e os que não pertencem a este grupo.

Verifica-se que, a nível ibérico, 84% das empresas analisadas eram auditadas pelas *big four*, com destaque para os 94% das empresas espanholas (Figura 4.5.).

Figura 4.5. - Auditores



Fonte: Execução própria

Como se infere pela figura 4.5, as entidades com títulos cotados da amostra privilegiam as *big4*, o que pode ser entendível face à imagem de credibilidade destas entidades. Deste modo as entidades ao optarem por estas auditoras pretendem garantir uma maior credibilidade das suas DF.

## 4.2. Modelos estimados

### 4.2.1. Aplicação do justo valor

No sentido de averiguar se a regressão está corretamente especificada, utilizou-se o *linktest* (Pregibon, 1980). Este teste cria duas variáveis, a *hat* (variável de previsão) e a *hatsq* (quadrado da variável de previsão). Para o modelo ser aceitável o *p-value* da variável *hat* deve ser significativo enquanto o *p-value* da *hatsq* deve ser superior a 0,05. Os resultados obtidos (tabela 4.3) permitem considerar que o modelo especificado é aceitável e que 26,82% da variável dependente é explicada pelo modelo.

Tabela 4.3. – Teste de adequação do modelo

APLICA_JV	COEF.	STD. ERR.	Z	P>Z	REGRESSÃO LOGIT
<b>_HAT</b>	.9585967	.1415648	6.77	0.000	Number of obs = 624
<b>_HATSQ</b>	-.0287047	.0533114	-0.54	0.590	LR chi2(2) = 162.23
<b>_CONS</b>	.0176598	.2022799	0.09	0.930	Prob > chi2 = 0.000 Pseudo R2 = 0.2734

A adequação do modelo também foi comprovada pelo teste de Hosmer-Lemeshow com o valor  $\chi^2(8) = 14.26$ ;  $p\text{-value} = 0.0752$  (Hosmer, Lemeshow e Klar, 1988).

No sentido de aferir se as variáveis estão bem classificadas, foi utilizado o comando *estatistic classification* do *software* estatístico Stata (Hosmer, Lemeshow e Sturdivant, 2013) cujos resultados indicam que 85,58% das variáveis estão corretamente classificadas.

Os dados em painel podem fornecer três tipos de modelos estatísticos: o modelo *pooled*, de efeitos fixos e o modelo de efeitos aleatórios.

A hipótese associada à regressão *pooled* é que os parâmetros a (constante) e b (declive) são homogêneos para todos os indivíduos e invariantes no tempo. No modelo de efeitos fixos, as variáveis variam no espaço (diferenças entre indivíduos) mas permanecem constantes ao longo do tempo. Nesse caso, não há efeitos temporais influenciando a regressão, mas apenas individuais. Estes efeitos podem ser observáveis, ou não, e estão normalmente correlacionados com os regressores, ou seja, são endógenos (Baltagi, 2013).

No modelo de efeitos aleatórios pressupõe-se que o comportamento específico das variáveis e períodos de tempo é desconhecido, não podendo ser observado, nem medido. Assim, em amostras longitudinais de grande dimensão, podemos sempre representar estes efeitos individuais ou temporais específicos sob a forma de uma variável aleatória normal (Marques, 2000).

O teste da máxima verossimilhança (testa se a correlação *intra-cluster* é zero) permite aferir se o modelo *logit* com dados em painel é mais adequado que o *logit pooled*. O

resultado obtido ( $\chi^2 (01) = 327.25$ ;  $p\text{-value} = 0.000$ ) justifica a utilização do modelo *logit* com dados em painel.

Face à existência de dois tipos de modelos estatísticos, de efeitos fixos e de efeitos aleatórios, torna-se imperativo averiguar a consistência dos dois modelos. Consequentemente, utilizou-se o teste Hausman, que testa a ortogonalidade entre os efeitos aleatórios e regressores e assim possibilita a escolha entre um ou outro modelo. Para um teste Hausman ( $\chi^2 (4) = 0,0$ ;  $p\text{-value} = 1,000$ ) constata-se que o modelo de efeitos aleatórios é o modelo mais adequado em detrimento do modelo de efeitos fixos pelo que foi este o modelo de estimação utilizado.

Para analisar se o modelo definido foi adequado para explicar o comportamento da variável dependente, recorreu-se ao teste Wald e ao teste da máxima verossimilhança. O valor do teste Wald ( $\chi^2 (7) = 47.51$ ;  $p\text{-value} = 0.0000$ ) e do teste da máxima verossimilhança (LR  $\chi^2 (7) = 25.44$ ;  $p\text{-value} = 0.0006$ ) revelaram um bom ajustamento do modelo.

O resultado da estimação apresenta-se na tabela seguinte:

Tabela 4.4. – Coeficientes e significância (H1)

Aplica_JV	Coefficientes	e <sup>b</sup>	Z	P>z
A_Intg	-.0086708	.9913667	-1.17	0.244
log_AFT	1.055062	2.872153	1.15	0.252
<b>Prop_inv</b>	.0258633	1.026201	3.28	<b>0.001</b>
<b>Pais_ativos</b>	.0052698	1.005284	3.96	<b>0.000</b>
<b>Setor_ativos</b>	-.0095001	.9905449	-5.44	<b>0.000</b>
Auditores	-2.688456	.0679858	-1.24	0.214
<b>Cot_Dez L1.</b>	-.5816946	.6618292	-1.93	<b>0.053</b>
N.º de observações = 624 <sup>10</sup>		Wald $\chi^2(7) = 47.51$ ; $p\text{-value} = 0.0000$		
N.º de grupos = 104				

<sup>10</sup> A utilização de *o lag* de um ano na variável Cotação, retirou da observação 104 dados correspondentes a um ano/empresa.

**Legenda:**

<b>Aplica_JV</b> – Aplica justo valor na mensuração	<b>País_ativos</b> – Ativos por País a que a entidade pertence
<b>A_Intg</b> – Ativo intangível	<b>Setor_ativos</b> – Ativos por Setor económico
<b>log_AFT</b> – Logaritmo do ativo fixo tangível	<b>Auditores</b> – Auditores
<b>Prop_inv</b> – Propriedades de investimento	<b>Cot_Dez L1.</b> – Cotação em dezembro do ano anterior

Como os coeficientes do modelo *logit* não têm uma relação linear com a probabilidade de sucesso (adotar o justo valor ou não), são os exponenciais do coeficiente  $e^{\beta}$  que permitem avaliar o efeito das variáveis. O  $\beta < 1$ , que corresponde a um  $e^{\beta} < 0$ , significa que uma variação unitária da variável independente torna menos provável o acontecimento ocorrer, enquanto  $\beta > 1$ , que corresponde a  $e^{\beta} > 0$ , significa que uma variação unitária da variável independente torna mais provável o acontecimento ocorrer.

Os resultados da estimação permitem-nos constatar que, para um nível de significância de 5% (5,3% no caso da cotação), a nossa hipótese geral foi validada, constatando-se que diversas variáveis estão significativamente associadas à opção do justo valor.

A variável Propriedades de Investimento é explicativa da utilização do justo valor, onde deverão pesar as razões já invocadas das entidades terem que incorrer em custos associados à avaliação dos ativos, independentemente do critério de mensuração. Como se havia constatado esta rubrica tinha maior frequência de utilização do justo valor pelo que a relação encontrada é a esperada. Relativamente às propriedades de investimento, Teixeira *et al.* (2013), também concluíram que as mesmas tinham significância estatística e podiam explicar a variável dependente justo valor. Estes resultados vão ao encontro dos de Selas (2009) que confirmou que uma percentagem significativa (48%) das empresas com títulos cotados (portuguesas e espanholas) com propriedades de investimentos utilizava o modelo do justo valor. Christensen e Nikolaev (2013)

constataram que enquanto apenas 3% das empresas revalorizavam os seus ativos fixos tangíveis, metade das propriedades investimentos eram mensuradas ao justo valor. Já Costa (2014) encontrou uma reduzida percentagem de aplicação do modelo do justo valor nas propriedades de investimento nas empresas analisadas.

Os restantes ativos (fixos tangíveis e intangíveis) surgem como não relevantes para o modelo do justo valor assim como o papel das sociedades de auditoria na sua opção.

O País (Portugal) surge associado com o sinal positivo esperado. Constata-se que as empresas portuguesas analisadas têm uma prática de utilização do justo valor muito superior às espanholas (35% as portuguesas e 11% as espanholas) pelo que consideramos fundamentada a existência de práticas mais conservadoras e prudentes no país vizinho, naturalmente fruto de uma cultura contabilística mais suportada nesses valores. Confirma-se que, apesar de todas as empresas aplicarem o mesmo normativo contabilístico, a sua interpretação é influenciada por aspetos que podem ter incidência diferenciada de país para país. Por sua vez Benau e Grima (2002) na análise dos seus estudos concluiu que o país influenciava positivamente a escolha pelo modelo de mensuração justo valor. No estudo de Costa (2014) nenhuma das empresas espanholas da amostra utilizavam o justo valor, enquanto em cerca de metade das portuguesas utilizavam (propriedades de investimento).

Os ativos associados ao setor de atividade (bens transacionáveis) assim como a cotação das ações estão relacionados com modelo do justo valor com sinais negativos.

A variável cotação apresenta o sinal esperado na medida em que é espetável que entidades em que o mercado já reconhece o seu valor intrínseco, não utilizem

ajustamentos do ativo para obter imagens mais favoráveis, sujeitando-se ao juízo dos investidores sobre a qualidade desses ajustamentos.

Confirma-se a relevância do setor como variável explicativa. É expectável a existência de comportamentos semelhantes entre setores com características comuns. A relação negativa encontrada esclarece que o mais provável é que as entidades dos setores de bens transacionáveis não utilizem de forma significativa o justo valor como critério de mensuração dos seus ativos não correntes. Em sentido contrário Dinis (2013) concluiu que a variável setor tinha influência positiva na opção pelo justo valor. Os estudos de Costa (2014) e Christensen e Nikolaev (2013) também vão no mesmo sentido. No caso em estudo, apesar do setor dos bens transacionáveis deter uma percentagem mais significativa de utilização do justo valor do que o setor dos bens não transacionáveis conclui-se que esta utilização é pouco expressiva no contexto do universo das empresas, pelo que o resultado obtido espelha as preferências pelo custo histórico.

Assim, pode-se concluir que os resultados deste estudo são consistentes com os obtidos por estes autores e que a adoção pelo modelo do justo valor é influenciado não só pelas práticas contabilísticas dominantes sectorialmente, como existe forte influência do fator cultural, consubstanciado na variável país. Também se confirma que a utilização do custo histórico prevalece sobre a do justo valor e que este é utilizado preferencialmente em subconjuntos de ativos, em associação com determinados setores de atividades.

No apêndice 3 evidencia-se os resultados que permitem fundamentar as conclusões referidas.

#### 4.2.2. Aplicação do justo valor e valor de mercado

Para testar a hipótese da relevância da aplicação do justo valor e restantes variáveis independentes no valor de mercado das entidades e dado se tratar de dados em painel analisou-se se o modelo funcional se mostrava adequado e qual o estimador a utilizar.

O teste Reset<sup>11</sup> (Ramsey, 1969) verifica a linearidade da relação entre regressores (Ferreira, 2010) e permite confirmar a correta especificação da forma funcional do modelo proposto (teste F com  $F(3, 611) = 2.08$ ;  $p\text{-value} = 0.1022$ ).

No que se refere ao modelo de estimação pode-se considerar 3 modalidades: modelo *pooled* ou de coeficientes constantes, de efeitos aleatórios ou de efeitos fixos.

O teste LM de Breusch-Pagan (1980) é utilizado para decidir qual dos modelos – coeficientes constantes ( $H_0$ ) ou de efeitos aleatórios ( $H_1$ ) é o mais apropriado. A hipótese nula é que a variância entre entidades é nula (zero). Para um valor do teste de  $\chi^2(1) = 461.13$ ;  $p\text{-value} = 0.0000$  rejeita-se a hipótese nula pelo que o modelo de efeitos aleatórios é mais adequado do que o *pooled*. Para decidir entre a utilização do modelo *pooled* e efeitos fixos utilizou-se o teste F cuja hipótese nula é de que coeficientes associados aos anos são nulos. Para um  $F(103,511) = 12.24$  e um  $p\text{-value} = 0.0000$  permite rejeitar essa hipótese, pelo que o modelo de efeitos fixos é de aceitar.

Para decidir entre os modelos de efeitos aleatórios e efeitos fixos utilizou-se o teste robusto de Hausman. Sob a verificação da hipótese nula deve-se utilizar o modelo de efeitos aleatórios, caso contrário esse modelo é rejeitado a favor do modelo de efeitos fixos. Para um  $\chi^2(6) = 153.69$  e um  $p\text{-value} = 0.0000$  optou-se pela utilização do modelo de efeitos fixos.

---

<sup>11</sup> *Regression Equation Specification Error Test.*

Após a escolha do modelo foram realizados testes de diagnóstico. Foi constatada a presença de heteroscedasticidade [teste modificado de Wald ( $\chi^2$  (104) = 1417.62;  $p$ -value = 0,000)] e de autocorrelação dos resíduos (teste de autocorrelação de Wooldridge para dados em painel com um  $F$  (1, 103) = 113.687 e um  $p$ -value < 0,000).

Para testar a possível multicolinearidade das variáveis independentes foi calculado o VIF (*variance inflation factor*). A literatura evidencia que quanto mais próxima de zero estiver VIF, menor será a multicolinearidade. O valor habitualmente considerado como limite acima do qual existe multicolinearidade é 10. VIF é o inverso da tolerância. A tolerância varia entre zero e um, e quanto mais próxima estiver de zero, maior será a multicolinearidade. O valor normalmente considerado como limite abaixo do qual há multicolinearidade é 0,1.

Tabela 4.5. – *Variance inflation factor*

VARIÁVEL	VIF	1/VIF
PASSIVO_CORR	3.11	0.321467
RL	2.16	0.462737
LN_ATIVO	2.15	0.466068
SETOR_APLICA_JV	1.53	0.655491
PAIS_APLICA_JV	1.52	0.656585
INT_MAIORIT	1.20	0.830866
DISTR_DIVID	1.18	0.847255
MKT_BOOK_1T	1.02	0.977892
MEAN VIF 1.	1,73	

**Legenda:**

<b>Passivo_Corr</b> – Passivo corrente	<b>Pais_aplica_JV</b> – Aplica justo valor por país
<b>RL</b> – Resultado líquido	<b>Int_maiorit</b> – Interesses maioritários
<b>LN_Ativo</b> – Logaritmo do ativo	<b>Distr_Divid</b> – Distribui dividendos
<b>Sector_aplica_JV</b> – Aplica justo valor por setor	<b>Mkt_book_1T</b> – Valor de mercado final 1.º trimestre

Os resultados, apresentados na tabela 4.3., indicam ausência de multicolinearidade dado que  $VIF < 10$  e a tolerância superior a 0,1.

De acordo com Drukker (2003) quando a hipótese nula de correlação é fortemente rejeitada, considerando a estimação robusta, obtêm-se estimadores mais consistentes e eficientes. Dada a presença de autocorrelação dos resíduos e de heterocedasticidade o modelo foi estimado com a opção *robust* por forma a acomodar a resolução destes problemas.

Numa análise preliminar confirma-se que todas as variáveis incluídas no modelo estão correlacionadas significativamente (para um nível de significância de 5%) com a variável dependente (valor de mercado). De notar que a variável com maior índice de correção (*r de pearson*) é o ativo, seguida do passivo corrente, este com sinal diferente do esperado.

Tabela 4.6. – Tabela de correlações

	LOG_MKTV	LN_ATIV	MKT_BOOK	PAIS_APLIC	SETOR_APLI	DISTR_DIV	RL	PASS_CORR
<b>LOG_MKTV_D</b>	1.0000							
<b>LN_ATIVO</b>	0.8710*	1.0000						
<b>MKT_BOOK_D</b>	0.1638*	-0.0166	1.0000					
<b>PAIS_APLIC_JV</b>	-0.1118*	-0.0195	0.0445	1.0000				
<b>SETOR_APLIC_JV</b>	-0.2444*	-0.1807*	-0.0722	0.5527*	1.0000			
<b>DISTR_DIVID</b>	0.4993*	0.3700*	0.0615	-0.0091	-0.0793*	1.0000		
<b>RL</b>	0.5012*	0.5006*	0.0084	-0.0262	-0.0878*	0.2301*	1.0000	
<b>PASSIVO_CORR</b>	0.5807*	0.6801*	-0.0147	-0.0557	-0.1240*	0.2298*	0.7424*	1.0000
<b>INT_MAIORIT</b>	-0.2144*	-0.3224*	-0.0848*	-0.1807*	0.0149	-0.0439	-0.1567*	-0.3201*

O resultado da estimação apresenta-se no quadro seguinte:

Tabela 4.7. – Coeficientes e significância (H2)

<b>log_Mkt_Val_D</b>	<b>Coeficientes</b>	<b>T</b>	<b>P&gt; t </b>
<b>LN_Ativ</b>	.6707732	5.33	<b>0.000</b>
<b>Mkt_book_1T(n-1)</b>	.0105492	2.05	<b>0.043</b>
<b>Pais_aplica_JV</b>	-.9422926	-41.52	<b>0.000</b>
<b>Setor_aplica_JV</b>	.3439983	77.09	<b>0.000</b>
<b>Distr_Divid</b>	.224311	2.80	<b>0.006</b>
<b>RL</b>	.000136	4.80	<b>0.000</b>
<b>Passivo_Corr</b>	-.0000302	-2.61	<b>0.010</b>
Int_maiorit	-.1207428	-0.74	0.460
N.º de observações = 623 <sup>12</sup>	F(8,511)= 11.48; <i>p-value</i> = 0.0000		
N.º de grupos = 104	Adj R-squared = 0.9468 <sup>13</sup> t		

**Legenda:**

<b>log_Mkt_Val_D</b> – Logaritmo do valor de mercado em dezembro	<b>Distr_Divid</b> - Distribui dividendos
<b>LN_Ativ</b> – logaritmo do ativo	<b>RL</b> - Resultado líquido
<b>Mkt_book_1T(n-1)</b> – Valor de mercado final 1.º trimestre	<b>Passivo_Corr</b> – Passivo corrente
<b>Pais_aplica_JV</b> - Aplica justo valor por país	<b>Int_maiorit</b> – Interesses majoritários
<b>Setor_aplica_JV</b> - Aplica justo valor por setor	

Conforme se constata, com exceção da variável *proxy* da concentração acionista (Int\_maiorit), as variáveis apresentam-se como explicativas do valor de mercado das entidades.

Destacam-se as variáveis associadas ao tema em estudo – aplicação do justo valor em interação com o país e com o setor. Como se verifica na hipótese anterior existe uma associação positiva e significativa entre Portugal e a utilização do justo valor como critério de mensuração. A relação negativa encontrada neste modelo leva a interpretar que os investidores de empresas portuguesas penalizam essa prática, eventualmente por

<sup>12</sup> A utilização do *lag* de um ano na variável Cotação, retirou da observação 104 dados correspondentes a um ano/empresa.

<sup>13</sup> Obtido com o comando `areg x y, absorb(nr)`.

não confiarem em absoluto nos números contabilísticos apresentados. Este impacto do justo valor no valor de mercado das entidades pode ser interpretado, segundo Gonedes e Dopuch (1974) e Leftwich (1981), que as regras contabilísticas não estão associadas ao preço das ações, exceto quando essas regras têm impactos económicos. Neste caso pode-se depreender que a utilização do justo valor é percebido pelos investidores como instrumento de gestão de futuras consequências económicas negativas. Lourenço e Curto (2008) também encontraram uma relação negativa entre o preço das ações e um país (França), contudo essa diferença não se estendia ao impacto (positivo) da utilização do justo valor nesse preço. Soderstrom e Sun (2007) argumentam que as diferenças entre países quanto à relevância dos valores contabilísticos se devem a diversos fatores, designadamente características associadas às empresas, incluindo os sistemas legais e políticos do país onde a empresa reside.

Já a utilização do justo valor ao nível setorial (setor dos bens transacionáveis) parece ser bem acolhida pelo mercado, na medida em que se encontra uma relação positiva significativa. Como analisámos anteriormente, esta prática não é dominante neste setor, pelo que se avança com a hipótese de existir uma maior perceção dos investidores que quando esta política contabilística é adotada ela será feita com bases fiáveis e credíveis. Conceição (2009) testou a hipótese de que o setor financeiro seria mais propenso à utilização do justo valor. Contudo a variável sector não se assumiu estatisticamente significativa. Já Christensen e Nikolaev (2013) associaram a utilização do justo valor ao setor imobiliário.

A variável (LN\_Ativ), como *proxy* da dimensão, tem uma relação positiva esperada e estatisticamente significativa com o preço de mercado da entidade em linha com Watts

e Zimmerman (1990), Conceição (2009), Quagli e Avallone (2010) e Christensen e Nikolaev (2013).

No que se refere à relação com a variável  $MKT\_book\_1T(n-1)$ , confirma-se o desempenho de mercado passado influencia a percepção dos investidores quanto ao valor das empresas. Estes resultados acompanham as conclusões de Beaver e Ryan (2000) que chegaram à conclusão que existe associação entre os componentes persistentes e transitórios e o retorno futuro e que ambos os componentes fornecem informação incremental.

A relação positiva das variáveis resultado líquido e distribuição de dividendos com o valor do mercado pode ser explicada pela atratividade que os investidores têm em relação às entidades que apresentam maior RL e ser expectável maior distribuição dos dividendos. Estes resultados confirmam Ohlson (1995), que concluiu que as políticas de dividendos tinham uma relação positiva com o valor de mercado e com o valor contabilístico. Campbell e Robert (1998), no mesmo sentido, concluíram que os dividendos atuais têm uma relação positiva com o preço das ações no futuro.

O sinal negativo da variável (Passivo\_Corr) pode justificar-se pela reação negativa do mercado ao endividamento das entidades. O valor da entidade pode ficar em causa devido a problemas de tesouraria e ter de recorrer a capital para honrar os seus compromissos. Esta relação negativa é consistente com os resultados de diversos estudos nomeadamente Kvall (2005), Selas (2009), Albuquerque *et al.* (2011) e Christensen e Nikolaev (2013).

Dos estudos referidos na bibliografia, apenas Filho *et al.* (2013) apresenta algumas semelhanças com o atual, diferenciando-se no âmbito do objetivo e da metodologia e concluíram que a avaliação pelo justo valor tem uma relação positiva com o mercado.

## 5. CONCLUSÕES

Devido à globalização é essencial que exista harmonização nas demonstrações financeiras a fim das mesmas apresentarem comparabilidade e informação adequadas aos investidores. Assim os organismos reguladores das normas têm feito um esforço para que os países adotem e pratiquem as normas internacionais. Contudo existem determinados fatores intrínsecos às entidades designadamente setor de atividade, enquadramento legal e político que podem condicionar as opções contabilísticas contidas nessas normas.

O objeto de estudo é investigar se existem fatores explicativos (características das entidades) que justifiquem essa opção pelo modelo do justo valor como critério de mensuração e se essa opção tem impacto no valor de mercado das entidades.

Todas as entidades incluídas na amostra têm títulos cotados na *Euronex Lisbon* ou na *Bolsa de Madrid* e estão sujeitas à aplicação das mesmas normas contabilísticas. As demonstrações financeiras das entidades dos dois países são comparáveis no que diz respeito à aplicação da opção pelo método de mensuração do justo valor.

A amostra é composta por 104 entidades, 35 portuguesas e 69 espanholas e abrange o período de sete anos de 2007 a 2013, e classificadas sectorialmente em bens transacionáveis e não transacionáveis. Em Portugal 35% das empresas analisadas aderiram ao justo valor e Espanha apresenta uma adesão de 11%. Considerando o mercado ibérico verifica-se a adesão de 19% das empresas à mensuração pelo justo valor sendo que 81% continuam a utilizar o custo histórico, podendo-se deduzir que existe um comportamento diferenciado das entidades portuguesas em relação às espanholas realçando-se o fator cultural.

Foi analisado, com um modelo de regressão multivariada *logit*, a existência de fatores de ordem interna e externa às entidades que influenciam a sua opção pela aplicação do método justo valor. Concluiu-se que as propriedades de investimento (natureza do ativo), o país de origem das entidades, o setor e a cotação passada das entidades são fatores explicativos da opção contabilística pelo modelo do justo valor.

A relação positiva entre a opção pelo justo valor e as propriedades de investimento encontra-se fundamentada em diversos estudos que salientam uma eventual maior relação entre os valores contabilísticos e os futuros retornos económicos. Também poderá ser argumento o referido por Christensen e Nikolaev (2013) de que as entidades optaram pelo modelo que considerarem mais adequado ao mercado. No que respeita aos ativos intangíveis a ausência de adesão pelo justo valor pode ser explicada pela complexidade que envolve a valoração ao justo valor desses ativos. A IAS 38 prevê a possibilidade do uso do justo valor desde que este possa ser determinado com base num mercado ativo, em regra inexistente.

As empresas portuguesas destacam-se pela utilização mais frequente do modelo do justo valor face às entidades espanholas. As diferenças entre países têm sido enfatizadas em diversos estudos, mas o processo de normalização contabilística em torno das IAS procurou amenizar essas diferenças quanto à comparabilidade da informação financeira. Persistem contudo contextos diferenciados que podem explicar essas diferenças e já demonstradas em vários estudos, designadamente Christensen e Nikolaev (2013) e Fernandes *et al.* (2014).

A opção pelo justo valor e o setor de atividade também tem sido analisado em diversos trabalhos, tendo-se encontrado, em regra uma relação significativa. A comparação com Christensen e Nikolaev (2013), Oliver (1991) ou outros estudos é prejudicada pela

diferente agregação dos setores. Contudo prevalece a ideia da diferente importância de determinados ativos para setores específicos o que justifica políticas contabilísticas consideradas mais adequadas para produzir informação relevante para o mercado.

Na segunda hipótese procurou-se analisar se a aplicação do justo valor influencia a percepção dos investidores quanto ao valor das empresas e se tal se reflete no preço das ações. Todas as variáveis consideradas no modelo são significativamente explicativas com exceção da variável concentração acionista (Int\_maiorit), que se esperava que apresentasse um sinal positivo.

Das variáveis analisadas destacam-se as relacionadas diretamente com o tema do estudo: a relação entre o valor de mercado e os países e setores, ambos cruzados com a aplicação do justo valor.

A relação negativa encontrada com a variável País\_aplica\_JV leva-nos a interpretar que os investidores de empresas portuguesas penalizam o método mensuração a justo valor, eventualmente por não confiarem em absoluto dos números contabilísticos apresentados. Contrariamente à expectativa de influência positiva ou não influência desta informação na formação do preço das ações, esta relação negativa poderá ser interpretada como uma penalização da utilização de critérios de mensuração com o objetivo da gestão dos resultados. Desta forma os investidores descontarão no preço dos títulos o efeito de acréscimo esperado nesses resultados.

Já a utilização do justo valor ao nível setorial (setor dos bens transacionáveis) parece ser bem acolhida pelo mercado, na medida em que se encontra uma relação positiva significativa. A relação negativa entre este setor e a utilização do justo valor, acima referido, poderá contribuir para uma maior credibilidade da informação financeira

quando o justo valor é utilizado, admitindo-se desta forma a credibilidade e confiança nos números contabilísticos.

As restantes variáveis de controlo [Ativo (+), RL (+), *Market\_to\_book* (+), dividendos (+) e Passivo (-)] apresentaram os sinais esperados e fundamentados na apresentação das respetivas variáveis.

Considera-se que este estudo contribuiu para ampliar o conhecimento relativamente à aplicação do método de mensuração justo valor nos ativos não financeiros das entidades, referente a dois países que fazem parte da União Europeia, tendo sido introduzido o fator cultural nesta análise.

Este estudo apresenta algumas limitações, no que se refere à informação relativamente aos *Chief Executive Officer*, em virtude de a nível de Portugal existir toda a informação necessária, mas em relação a Espanha não estavam disponíveis informações relativamente a todas as entidades ou a todos os anos.

Para investigação futura, aponta-se como sugestão no âmbito do justo valor e para o mesmo universo alargar o âmbito do estudo aos ativos biológicos e aos ativos financeiros.

## BIBLIOGRAFIA

- Aboody D., M. Barth e R. Kasznik (1999) Revaluations of fixed assets and future firm performance: Evidence from the UK, *Journal of Accounting and Economics* 26, 149-178.
- AbuGhazaleh, N. M., O. M. Al-Hares e A. E. Haddad (2012) The value relevance of goodwill impairments: UK evidence, *International Journal of Economics and Finance*, 4, 4, 206-216.
- Albuquerque, F., C. A. Almeida e J. Quirós (2011) The impairment losses in non-financial assets: evidence from the Portuguese Stock Exchange, *International Journal of Business Research*, 11, 2, 42-52.
- Amorim, J. D. C. (2012) O justo valor e as suas implicações fiscais, Disponível em: [http://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/850/1/COM\\_JoseAmorim\\_2012.pdf](http://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/850/1/COM_JoseAmorim_2012.pdf). Acedido em 22 de julho de 2014.
- Argilés, J. M., J. Garcia-Blandon e T. Monllau (2011) Fair value versus historical cost-based valuation for biological assets: predictability of financial information, *Revista de Contabilidad*, 14, 2, 87–113.
- Arrenega, A. A. (2012) *A escolha do modelo do justo valor na mensuração de Propriedades de Investimento*, Dissertação de Mestrado não publicada, ISCTE Business School - Instituto Universitário de Lisboa.
- Astami, E. W. e G. Tower (2006) Accounting-Policy Choice and Firm Characteristics in the Asia Pacific Region: An international Empirical Test of Costly Contracting Theory, *The International Journal of Accounting*, 41, 1-21.
- Baltagi, B. H. (2013) *Econometric Analysis of Panel Data*, 3.<sup>a</sup> Edição, West Sussex (UK), John Wiley & Sons, Ltd.
- Barreto, E. (2009) *A contabilidade a valor justo e a crise financeira mundial*, Dissertação de Mestrado não publicada, Universidade de São Paulo - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade II.
- Barros, J. L. F. (2013) Estudo da Aplicação das Normas Contabilísticas de “Justo Valor” (“Fair Value”) nas Empresas Integradas no Portuguese Stock Index-20 (PSI-20), Dissertação de Mestrado não publicada, School of Economics & Management Lisbon.
- Barth, M. e G. Clinch (1998) Revalued financial, tangible and intangible assets: associations with share prices and non-market-based value estimates, *Journal of Accounting Research*, 199-233.

- Bastos, M. A. F. (2009) O Justo Valor como Instrumento de Alteração do Paradigma de Mensuração Contabilística, Dissertação de Mestrado não publicada, Universidade de Aveiro.
- Beaver, H. e G. Ryan (2000) Biases and lags in book value and their effects on the ability of the book-to-market ratio to predict book return on equity, *Journal of Accounting Research*, 38, 1, 127-148.
- Benau, M. A. G. e A. Z. Grima (2002) El camino hacia el valor razonable, *Revista de Contabilidad*, 5, 9, 57-88.
- Breusch, T. S. e A. R. Pagan (1980) The Lagrange Multiplier test and its application to model specification in econometrics, *Review of Economic Studies*, 47, 239-254.
- Campbell, J. Y. e J. S. Robert (1998) Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook, *Journal of Portfolio Management*, 24, 2, 11-26.
- Christensen, H. e V. Nikolaev (2013) Does fair value accounting for non-financial assets pass the market test? *Review Account Studies*, 18, 734–775.
- Comissão Europeia (2008) Regulamento (CE) n.º 1126/2008, *Jornal Oficial da União Europeia*, 320, 1-481.
- Comissão Europeia (2012) Regulamento (UE) n.º 1255/2012, *Jornal Oficial da União Europeia*, 360, 78-144.
- Conceição, L. C. P. (2009) *A Opção pelo “Justo Valor” como Método de Avaliação de Activos na Adopção das IAS/IFRS em Portugal - Uma Análise Exploratória*, Dissertação de Mestrado não publicada, Universidade do Porto.
- Costa A. S. (2014) *A adopção do justo valor nos ativos não financeiros – Evidência Empírica de 2010 a 2012 de 5 países europeus*, Dissertação de Mestrado não publicada, Universidade do Porto.
- Dinis, J. P. N. T. (2013) *O uso do Justo Valor na mensuração dos ativos fixos*, Dissertação de Mestrado não publicada, Universidade Técnica de Lisboa.
- Drukker D. (2003) Testing for serial correlation in linear panel-data models, *The Stata Journal*, 3, 2, 168-177.
- Duque, J. (2008) Em defesa do justo valor, *Revista TOC*, 105, 34-35.
- Fama, E e K. French (1996) Multifactor explanations of asset pricing anomalies, *The Journal of Finance*, 51, 1, 55-84.
- Fernandes, J. S. e C. I. Gonçalves (2012) A relevância do goodwill e respetivas imparidades para o valor de mercado das empresas cotadas: o caso Euronext

Lisbon, *XIV Seminário Luso-Espanhol de Economia Empresarial*, novembro, Salamanca, Espanha, Atas de Congresso.

- Fernandes, J., C. Gonçalves, C. Guerreiro e L. Pereira (2014) Perdas por Imparidades – fatores explicativos e impactos, TMS – Management Studies Internacional Conference, Algarve, novembro, publicada no livro da conferência: *Perspetivas Contemporâneas em Gestão Financeira e Contabilidade, TMS Conference Series*.
- Ferreira, P. J. S. (2010) *Princípios de Econometria*, Bubok Publishing S.L..
- Ferreira, R. F. (2009) Contabilidade – Critérios Valorimétricos, *Revista TOC*, 110, 45-51.
- Filho, A. C. C. S., V. G. Martins e M. A. V. Machado (2013) Adoção do valor justo para os ativos biológicos: Análise de sua relevância em empresas brasileiras, *Revista Universo Contábil*, 9, 4, 110-127.
- Galera, A. N. (2005) Una propuesta para la aplicación de los modelos de valoración de las normas internacionales a los activos de las entidades públicas españolas, *Spanish Journal of Finance and Accounting / Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 34, 126, 637-661.
- García, F. J. M. e F. S. Fernández (2007) El valor actual neto como modalidad de fair value: Hacia un mayor grado de relevancia de la información financiera, *Partida Doble*, 185, 20-29.
- Gómez, O., B. Hoz e M. López (2011) Valor razonable como método de medición de la información financiera, *Revista Venezolana de Gerencia*, 16, 56, 608-621.
- Gonçalves, R. e P. Lopes (2014) Firm-specific determinants of agricultural financial reporting, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 110, 470-481.
- Gonedes N. e N. Dopuch ( 1974) Capital Market Equilibrium, Information Production, and Selecting Accounting Techniques: Theoretical Framework and Review of Empirical Work, *Journal of Accounting Research*, 12, 48-129.
- Gouveia, J. B. (2009) Para um debate saudável: custo histórico versus justo valor, *Revista TOC*, 113, 28-31.
- Guimarães, J. F. C. (2000) A contabilidade ao “justo valor”, *Semanário Económico*, 713, 18.
- Guimarães, J. F. C. (2008) A Crise Financeira e o “ Justo Valor ” na Contabilidade e na Auditoria, *Revista Electrónica INFOCONTAB*, 37, 1-7.
- Guimarães, J. F. C. (2011) Os Princípios Contabilísticos Geralmente Aceites (POC vs SNC), *Revisores e Auditores*, 55, 28-44.

- Hosmer, D. W., S. A. Lemeshow e J. Klar (1988) Goodness-of-fit testing for the logistic regression model when the estimated probabilities are small, *Biometrical Journal*, 30, 911-924.
- Hosmer, D. W., S. A. Lemeshow e R. X. Sturdivant (2013) *Applied Logistic Regression*, 3, Hoboken NJ, Wiley.
- International Accounting Standards Board. The Conceptual Framework for Financial Reporting. IFRS Foundation (2010). Disponível em: <http://eifrs.ifrs.org/eifrs/bnstandards/en/2012/framework.pdf>. Acedido em 20 de dezembro de 2014.
- Kvaal, E. (2005) *Topics in accounting for impairment of fixed assets*, Series of Dissertations 3/2005, Norwegian School of Management: Department of Accounting, Auditing and Law.
- Landsman, W. R. (2006) Fair Value and Value Relevance: What Do We Know? Working Paper. University of North Carolina, Chapel Hill.
- Laux, C. e C. Leuz (2009) The crisis of fair-value accounting: Making sense of the recent debate, *Accounting, Organizations and Society*, 34, 826-834.
- Leftwich, R., (1981) Evidence of the impact of mandatory changes in accounting principles on corporate loan agreements, *Journal of Accounting and Economics*, March, 3-36.
- Li J. e P. Kyu (2010) The Role of Fair Value Accounting for Investment in Securities: Evidences from the Chinese Stock Exchanged Market, *iBusiness*, 2, 409-414.
- López, M. C. P. (2005) *La influencia del valor razonable de los bienes inmuebles en el análisis de los estados financieros de la empresa inmobiliaria*, Granada, Editorial de La Universidad de Granada.
- Lourenço, I. e J. Curto (2008) The Value Relevance of Investment Property Fair Values, Disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1301683](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1301683). Acedido em 10 de maio de 2014.
- Marques, L. D. (2000) Modelos dinâmicos com dados em painel: revisão de literatura, CEMPRE, Faculdade de Economia do Porto, Papers, Porto. Disponível em URL: <http://wps.fep.up.pt/wps/wp100.pdf>. Acedido em 15 de setembro de 2014.
- Marques, M. (2007) O Justo Valor e sua Auditoria, *Revista Revisores e Auditores*, 37, 20-32.
- Mattessich, R. (1998) Acerca de lo que he intentado hacer en mi labor de investigación, dónde puede que haya acertado y dónde he fracasado, *Revista de Contabilidad*, 1, 2, 113-128.

- Morais, A. I. (2013) *Principais implicações da adoção do justo valor*, Rodrigues, A. M. e T. C. Tavares *O SNC e os juízos de valor - Uma perspectiva crítica e multidisciplinar*, Coimbra, Edições Almedina, S.A., 17-45.
- Muller, K. A., E. J. Riedl e T. Sellhorn (2008) Causes and Consequences of Choosing Historical Cost versus Fair Value, Pennsylvania State University, Paper. Disponível em <http://www3.nd.edu/~carecob/May2008Conference/Papers/RiedlMRS03062008.pdf>. Acedido em 22 de setembro de 2014.
- Ohlson, J. A. (1995) Earnings, book values and dividends in security valuation, *Contemporary Accounting Research*, 11, 661-687.
- Oliveira, L., L. Rodrigues e R. Craig (2010) Intangible assets and value relevance: Evidence from the Portuguese stock exchange, *The British Accounting Review*, 42, 241-252.
- Oliver, C. (1991) Strategic responses to institutional processes, *Academy of Management Review*, 16, 1, 145-179.
- Palavecinos, B. S. (2011) Valor razonable: un modelo de valoración incorporado en las normas internacionales de información financiera, *Estudios Gerenciales*, 27, 118, 97-114.
- Parlamento Europeu e Conselho da União Europeia (2002) Regulamento (CE) N.º 1606/2002, *Jornal Oficial das Comunidades Europeias*, 243, 1-4.
- Pinto, J. A. P. (2013) *Contabilidade e justo valor*, Rodrigues, A. M. e T. C. Tavares *O SNC e os juízos de valor - Uma perspectiva crítica e multidisciplinar*, Coimbra, Edições Almedina, S.A., 13-16.
- Pregibon, D. (1980) Goodness of link tests for generalized linear models, *Journal of the Royal Statistical Society, Series C (Applied Statistics)*, 29, 1, 15-24.
- Quagli, A. e F. Avallone (2010) Fair Value or Cost Model? Drivers of Choice for IAS 40 in the Real Estate Industry, *European Accounting Review*, 19, 3, 461-493.
- Ramsey, J.B. (1969) Tests for Specification Errors in Classical Linear Least-Squares Regression Analysis, *Journal of the Royal Statistical Society. Series B (Methodological)*, 31, 2, 350-371.
- Rua, S. C. (2013) A problemática determinação do justo valor dos ativos, *Revista TOC*, 159, 48-51.
- Sá, A. L. (2008) Justo valor e crise nos mercados, *Revista TOC*, 103, 32-33.
- Selas D. (2009) The value relevance of investment property fair value; Dissertação de mestrado não publicada; Nova School of Business and Economics (NSBE).

- Silva, P. J. F. (2010) *Efeito da aplicação da Norma Internacional de Contabilidade N.º 38 – Activos Intangíveis – na Península Ibérica*, Dissertação de Mestrado não publicada, Universidade de Aveiro.
- Soderstrom, N. e K. Sun (2007), 'IFRS adoption and accounting quality: a review', *European Accounting Review*, 675-702.
- Soto, J. H. (2012) *Moeda, Crédito Bancário e Ciclos Económicos*, 1.ª edição, São Paulo Brasil, *Instituto Ludwig von Mises Brasil*.
- Strong, J. e J. Meyer (1987) Asset write-downs: managerial incentives and security returns, *The Journal of Finance*, 42, 3, 643-663.
- Suárez, J. A. e P. L. Fernández (2007) Las barreras a la expansion del valor razonable, *Revista de Contabilidad y Dirección*, 4, 147-164.
- Teixeira, S., S. Fernandes, C. Gonçalves e L. N. Pereira (2013) Justo Valor como Método de Mensuração: Opção das Empresas Cotadas na Euronext Lisboa, *XVII Congreso AECA*, [online] 1-16. Disponível em: [http://www.aeca1.org/pub/on\\_line/comunicaciones\\_xviicongresoaecca/cd/7a.pdf7a](http://www.aeca1.org/pub/on_line/comunicaciones_xviicongresoaecca/cd/7a.pdf7a)>. Acedido em 29 de agosto de 2014.
- Watts, R. L. e J. L. Zimmerman (1990) Positive Accounting Theory : A Ten Year Perspective, *The Accounting Review*, 65, 1, 131-156.
- Whittington, G. (2008) Fair Value and the IASB/FASB Conceptual Framework Project: An Alternative View, *Abacus*, 44, 2, 139-168.
- Xu, W., A. Anandarajan e A. Curatota (2011) The value relevance of goodwill impairment, *Research in Accounting Regulation*, 23, 145-148.

## APÊNDICE 1 – Listagem das entidades cotadas - Portugal

Entidades com valores admitidos à negociação na *Euronext Lisbon* em 31 de dezembro 2013:

Entidades incluídas na amostra

ICB Setor	Entidade
0001 - Petróleo e gás	Galp Energia SGPS, S.A.
1000 - Materiais Básicos	Inapa-Investimentos Participações e Gestão, S.A. Portucel - Empresa Produtora de Pasta e Papel, S.A. Semapa – Soc. de Investimento e Gestão, SGPS, S.A.
2000 - Bens industriais	Altri SGPS, S.A. Cimpor Cimentos de Portugal SGPS, S.A. Grupo Soares da Costa, SGPS, S.A. Imobiliária Construtora Grão-Pará, S.A. Lisgráfica - Impressão e Artes Gráficas, S.A. Martifer, SGPS, S.A. Mota-Engil, SGPS, S.A. Sociedade Comercial Orey Antunes Sonae Indústria, SGPS, SA Teixeira Duarte, S.A. Toyota Caetano Portugal, S.A.
3000 - Bens de consume	Corticeira Amorim, SGPS, S.A. SUMOL+COMPAL, S.A. VAA - Vista Alegre Atlantis, SGPS, S.A.
5000 - Serviços Consumo	Cofina SGPS S.A. Estoril Sol, SGPS, S.A. Grupo Media Capital, SGPS, S.A. Ibersol, SGPS, S.A. Impresa –Soc. Gestora de Participações Sociais, S.A. Jerónimo Martins,SGPS, S.A. SAG GEST - Soluções Automóvel Globais, SGPS, S.A. Sonae, SGPS, S.A. Zon Optimus, SGPS, S.A.
6000 - Telecomunicações	Portugal Telecom, SGPS, S.A SONAE.COM, SGPS, S.A
7000 – Utilities	EDP - Energias de Portugal S.A. Ren-Redes Energéticas Nacionais, SGPS, S.A.
9000 - Tecnologia	Compta-Equip. e Serviços de Informática, S.A Glintt - Global Intelligent Technologies, SGPS, S.A. Novabase, SGPS, S.A. Reditus - SGPS, S.A.

## APÊNDICE 2 – Listagem das entidades cotadas - Espanha

Entidades com valores admitidos à negociação na *Bolsa de Madrid* em 31 de dezembro 2013:

Entidades incluídas na amostra

ICB SETOR	NOME
0001 - Petróleo e gás	ENAGAS, S.A. ENDESA, S. A. GAS NATURAL SDG, S.A. IBERDROLA, S.A. RED ELECTRICA CORPORACION, S.A. REPSOL, S.A.
1000 - Materiais Básicos	CEMENTOS PORTLAND VALDERRIVAS, S.A. ERCROS S.A. LA SEDA DE BARCELONA, S.A. URALITA, S.A.
2000 - Bens industriais	ABENGOA, S.A. ACCIONA,S.A. ACERINOX, S.A. ACS,ACTIVIDADES DE CONST.Y SERVICIOS S.A AZKOYEN S.A. CIE AUTOMOTIVE, S.A. CONST.Y AUXILIAR DE FERROCARRILES S.A. DURO FELGUERA, S.A. ELEC NOR S. A. FLUIDRA, S.A. FOMENTO DE CONSTR. Y CONTRATAS S.A. GAMESA CORPORACION TECNOLOGICA, S.A. GENERAL DE ALQUILER DE MAQUINARIA, S.A. LINGOTES ESPECIALES S.A. NICOLAS CORREA S.A. OBRASCON HUARTE LAIN, S.A. SACYR, S.A. TECNICAS REUNIDAS, S.A. TUBACEX, S.A. TUBOS REUNIDOS,S.A.
3000 - Bens de consumo	ADVEO GROUP INTERNATIONAL, S.A. ALMIRALL, S.A. BARON DE LEY, S.A. BODEGAS RIOJANAS, S.A. CAMPOFRIO FOOD GROUP, S.A. DEOLEO, S.A.

	<p>EBRO FOODS, S.A.                  ENCE ENERGIA Y CELULOSA, S.A.                  FAES FARMA,S.A.                  GRIFOLS, S.A.                  IBERPAPEL GESTION, S.A.</p>
3000 - Bens de consumo	<p>LABORATORIOS FARMACEUTICOS ROVI, S.A.                  MIQUEL Y COSTAS &amp; MIQUEL, S.A.                  NATRA S.A.                  NATRACEUTICAL, S.A.                  PESCANOVA, S.A.                  PRIM, S.A.                  SNIACE, S.A.                  VIDRALA S.A.                  VISCOFAN, S.A.                  ZELTIA, S.A.</p>
5000 - Serviços Consumo	<p>ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A.                  ATRESMEDIA CORP. DE MEDIOS DE COM. S.A.                  CLINICA BAVIERA, S.A.                  CODERE, S.A.                  FUNESPAÑA,S.A.                  MEDIASET ESPAÑA COMUNICACION, S.A.                  MELIA HOTELS INTERNATIONAL, S.A.                  PROMOTORA DE INFORMACIONES, S.A.                  PROSEGUR, CIA. DE SEGURIDAD, S.A.                  SERVICE POINT SOLUTIONS, S.A.                  VOCENTO, S.A.</p>
6000 - Telecomunicações	<p>GRUPO EZENTIS, S.A.                  TELEFONICA, S.A.</p>
7000 – Utilities	<p>MONTEBALITO, S.A.                  SOLARIA ENERGIA Y MEDIO AMBIENTE, S.A.</p>
9000 - Tecnologia	<p>AMPER, S.A.                  INDRA SISTEMAS, S.A.                  TECNOCOM, TELECOMUNICACIONES Y ENERGIA,S.</p>

## APÊNDICE 3 – Testes de robustez (Modelo *logit*)

### 1) Teste de Hosmer-Lemeshow

```
. estat gof, group (10)
```

#### Logistic model for Aplica\_JV, goodness-of-fit test

(Table collapsed on quantiles of estimated probabilities)

```

number of observations =      624
number of groups      =      10
Hosmer-Lemeshow chi2(8) =     14.26
Prob > chi2           =     0.0752
    
```

### 2) Teste de teste da máxima verosimilhança

```

Random-effects logistic regression      Number of obs      =      624
Group variable: NR                     Number of groups   =     104

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group: min =      6
                                       avg   =     6.0
                                       max   =      6

Log likelihood = -52.060524             Wald chi2(7)       =     47.51
                                       Prob > chi2        =     0.0000
    
```

Aplica_JV	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
A_Intg	-.0086708	.0074425	-1.17	0.244	-.0232579	.0059163
log_AFT	1.055062	.9213674	1.15	0.252	-.7507849	2.860909
Prop_inv	.0258633	.0078968	3.28	0.001	.0103859	.0413407
Pais_ativos	.0052698	.0013311	3.96	0.000	.0026608	.0078787
Setor_ativos	-.0095001	.0017459	-5.44	0.000	-.0129219	-.0060783
Auditores	-2.688456	2.165382	-1.24	0.214	-6.932526	1.555614
Cot_Dez						
L1.	-.4127478	.2133706	-1.93	0.053	-.8309464	.0054508
_cons	-11.10181	3.317021	-3.35	0.001	-17.60305	-4.60057
/lnsig2u	5.375855	.3643459			4.66175	6.08996
sigma_u	14.70118	2.678156			10.28694	21.00961
rho	.9850061	.005381			.9698484	.9926019

Likelihood-ratio test of rho=0: chibar2(01) = 327.25 Prob >= chibar2 = 0.000

### 3) Teste de Hausman (efeitos fixos *versus* efeitos aleatórios)

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned} \text{chi2}(5) &= (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) \\ &= 0.00 \\ \text{Prob}>\text{chi2} &= 1.0000 \end{aligned}$$

### 4) Testes sobre adequação do modelo

#### a. Teste Wald

Random-effects logistic regression	Number of obs	=	624
Group variable: NR	Number of groups	=	104
Random effects u_i ~ Gaussian	Obs per group: min	=	6
	avg	=	6.0
	max	=	6
Log likelihood = -52.060524	Wald chi2(7)	=	47.51
	Prob > chi2	=	0.0000

#### b. Teste da máxima verossimilhança

Random-effects logistic regression	Number of obs	=	624
Group variable: NR	Number of groups	=	104
Random effects u_i ~ Gaussian	Obs per group: min	=	6
	avg	=	6.0
	max	=	6
Log likelihood = -52.060524	LR chi2(7)	=	25.44
	Prob > chi2	=	0.0006

## APÊNDICE 4 – Testes de robustez (modelo *log-lin*)

### 1) Teste Reset

```
. ovtest

Ramsey RESET test using powers of the fitted values of log_Mkt_Val_D
Ho: model has no omitted variables
      F(3, 611) =      2.08
      Prob > F =      0.1022
```

### 2) Teste LM de Breusch-Pagan

```
. xttest0

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

log_Mkt_Val_D[NR,t] = Xb + u[NR] + e[NR,t]

Estimated results:
      _____
      |              |      Var      |      sd = sqrt(Var)
      |              |      _____
log_Mkt~D |      4.01031 |      2.002576
      e      |      .2134963 |      .4620566
      u      |      .2999166 |      .5476464

Test:      Var(u) = 0
           chibar2(01) =      461.13
           Prob > chibar2 =      0.0000
```

### 3) Teste F (opção entre efeitos fixos e *pooled*)

```
. xtreg log_Mkt_Val_D LN_Ativo L. Mkt_book_1T Pais_aplica_JV Setor_aplica_JV Distr_Divid RL
> Passivo_Corr Int_maiorit, i ( NR) fe

Fixed-effects (within) regression      Number of obs      =      623
Group variable: NR                    Number of groups   =      104

R-sq:  within = 0.1524                  Obs per group: min =      5
      between = 0.8524                  avg =      6.0
      overall = 0.8152                  max =      6

                                           F(8,511)          =      11.48
corr(u_i, Xb) = 0.5715                  Prob > F           =      0.0000
```

sigma_u	.92260785	
sigma_e	.46205661	
rho	.79947779	(fraction of variance due to u_i)

F test that all u\_i=0: F(103, 511) = 12.24 Prob > F = 0.0000

#### 4) Teste de Hausman (efeitos fixos *versus* efeitos aleatórios)

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

```

chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
        =      153.69
Prob>chi2 =      0.0000
(V_b-V_B is not positive definite)

```

#### 5) Teste modificado de Wald

```
. xttest3
```

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity  
in fixed effect regression model

H0:  $\sigma(i)^2 = \sigma^2$  for all i

```

chi2 (104) = 1417.62
Prob>chi2 = 0.0000

```

#### 6) Teste de Wooldridge

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

```

F( 1, 103) = 113.687
Prob > F = 0.0000

```