

Relevância Contábil da mensuração de instrumentos financeiros pelo valor justo nas empresas brasileiras não - financeiras

CINTIA AKIKO ASSATO

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

MARCOS REINALDO SEVERINO PETERS

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

Resumo

Com o desenvolvimento do mercado de capitais os usuários externos passaram a demandar mais informações das empresas e de forma tempestiva, nesse contexto houve a necessidade de modernização das práticas contábeis na geração da informação. Com o intuito de produzir dados mais úteis para os acionistas, clientes, fornecedores, etc. a Contabilidade adotou o valor justo (*fair value*) para a avaliação dos instrumentos financeiros. No entanto, existem questões que permeiam a escolha deste critério de avaliação no que tange a relevância e confiabilidade dos valores gerados por esse critério e se esse impacto é percebido pelo mercado. O presente artigo tem como objetivo verificar a relevância da aplicação do valor justo sobre instrumentos financeiros de empresas não-financeiras no preço de suas ações. Para tanto, foi utilizado o modelo proposto por Costa Junior et al. (2009) que deriva do modelo de Ohlson (1995) para avaliar de forma empírica a relevância da informação contábil no valor da empresa. A amostra estudada foi composta de 15 companhias não-financeiras classificadas como as empresas de maior valor de mercado segundo a Revista Exame Melhores e Maiores de 2008. Como resultado, constatou-se que o valor justo não é uma variável significativa na explicação da formação do preço das ações das empresas estudadas.

Palavras-chave: Valor justo, Mensuração Contábil, Relevância da Informação Contábil.

1 – Introdução

A discussão acerca da idéia do valor justo, *true and fair view*, não é recente na Contabilidade. Ray Chambers, um dos maiores estudiosos sobre o assunto, relatou ter encontrado documentos de bancos e outros negócios ingleses em que se determinava que os ativos deveriam ser avaliados pelo preço de venda corrente, esses achados datam de 1844. (COSTA JUNIOR et al., 2009).

Entretanto, a contribuição de Chambers em desenvolver uma alternativa de mensuração que suprisse as desvantagens da utilização do custo histórico, pode ser percebida nos dias atuais, em que há grande preocupação na utilização de técnicas de mensuração de saldos contábeis de forma a refletir a real situação das empresas.

Órgãos responsáveis pela emissão de normas contábeis de vários países como Estados Unidos, Austrália, União Européia, tem emitido pronunciamentos e orientação com relação à utilização de critérios de mensuração com base no *fair value*. O *Financial Accounting Standards Board* (FASB) trata de *fair value* para instrumentos financeiros em seus

pronunciamentos SFAS 107 e 133, o *International Accounting Standard Board (IASB)* aborda a mensuração pelo *fair value* no IAS 32 e 39.

No Brasil, a regra de mensuração pelo valor justo (*fair value*), foi instituída primeiramente para as instituições financeiras através das Circulares n.º 3.068/01 e 3.082/02 do Banco Central aplicados na valorização das operações com Títulos e Valores Mobiliários (TVM) e operações com derivativos. Para as empresas não-financeiras, a regra foi aplicada a partir da lei 11.638/07 e da Medida Provisória 449/08, que estabelece a avaliação de instrumentos financeiros, inclusive derivativos, pelo seu valor justo quando se tratar de aplicações destinadas à negociação ou disponíveis para a venda. A lei 11.638/07 passou a vigorar sobre as demonstrações financeiras do exercício social iniciado a partir de 01/01/2008.

Para auxiliar a convergência das normas contábeis brasileiras para as normas internacionais foi criado o CPC (Comitê de Pronunciamentos Contábeis), que emitiu o CPC 14 para orientação de reconhecimento, mensuração e evidenciação dos instrumentos financeiros que utilizou como base as IAS 39 e IAS 32 emitidas pelo IASB (*International Accounting Standard Board*). O CPC 14 também discorre sobre o a aplicação de valor justo para os instrumentos financeiros.

Apesar do avanço na forma de mensuração contábil e evidenciação dos saldos contábeis, principalmente com relação aos instrumentos financeiros, tem-se discutido validade da aplicação do conceito de valor justo em momentos de crise financeira. Antes da crise dos *Sub Prime* iniciada em 2007 nos Estados Unidos, o valor justo para instrumentos financeiros era entendido como o valor de mercado, tanto que a lei 11.638/07 em suas cláusulas relacionadas aos instrumentos financeiros trazia em sua redação o valor de mercado ao invés de valor justo, fato que foi corrigido com a emissão da Medida Provisória 449/08. O problema está no entendimento do valor justo como o valor pelo qual o instrumento financeiro poderia ser negociado no momento do fechamento do balanço e daí cabe ao investidor e ao usuário da informação contábil das empresas o entendimento do cenário econômico e o reflexo deste nos preços de mercado e conseqüentemente nos instrumentos financeiros.

Outro fator relevante na mensuração pelo valor justo, mais especificamente quando se trata de instrumentos financeiros sem cotação de mercado está na subjetividade da determinação do valor justo e a sua validação, sendo necessária a abertura da sistemática de apuração utilizada pela empresa em nota explicativa. O próprio CPC 14 coloca que a determinação do valor justo de instrumentos financeiros é de responsabilidade exclusiva da administração da entidade.

Com base neste cenário, este artigo tem por objetivo verificar os efeitos da mensuração dos instrumentos financeiros pelo seu valor justo nas contas de Patrimônio Líquido e Resultado. Para tanto, foi utilizado uma amostra de 15 empresas brasileiras de capital aberto, não-financeiras, classificadas como companhias de maior valor de mercado em 2008 pela Revista Exame Melhores e Maiores e que apresentaram as informações com relação aos efeitos do CPC 14 sobre os saldos contábeis em suas demonstrações financeiras de 31/12/08.

Para verificar a relevância da marcação a mercado na amostra das empresas brasileiras estudadas, será aplicado o modelo proposto por Costa Junior et al. (2009), que tem como base o modelo de Ohlson (1995) que concilia a informação contábil prestada por uma dada companhia com seu valor de mercado.

Entre as contribuições deste estudo destacam-se: fornecer evidência empírica da relevância do valor justo no valor das empresas.

2. – Fundamentação Teórica

2.1 – Definição de Instrumentos Financeiros

Instrumentos Financeiros segundo o FASB, em seu pronunciamento SFAS 105, são definidos como caixa, evidência de participação na propriedade de uma empresa, ou um contrato que simultaneamente:

1. Impõem a uma entidade uma obrigação contratual de:

- a) entregar dinheiro ou outro instrumento financeiro a uma segunda entidade ou
- b) trocar instrumentos financeiros em termos potencialmente desfavoráveis com a segunda entidade.

2. Transmite para a segunda entidade um direito contratual de:

- a) receber dinheiro ou outro instrumento financeiro a partir da primeira entidade, ou
- b) trocar instrumentos financeiros em termos potencialmente favoráveis com a primeira entidade.

O IASB, pelo IAS 32 e 39, define instrumentos financeiros como contratos que dão origem a um ativo financeiro em uma entidade e um passivo financeiro ou instrumento de patrimônio líquido em outra.

Assim como no FASB, pelo IASB, um ativo financeiro é definido como caixa, título de patrimônio de outra entidade, ou direito de receber:

- a) Caixa ou outro ativo financeiro de outra entidade;
- b) Intercambiar instrumentos financeiros com outra entidade em condições potencialmente favoráveis.

Um passivo financeiro inclui obrigações contratuais para entregar caixa ou um ativo financeiro a outra entidade, ou intercambiar instrumentos financeiros com outra entidade em condições potencialmente desfavoráveis.

O CPC 14, baseado no IAS 32 e 39, define instrumento financeiro como sendo qualquer contrato que origine um ativo financeiro para uma entidade e um passivo financeiro ou título financeiro para outra entidade.

No pronunciamento do CPC, um ativo financeiro é qualquer ativo que seja:

- a) Caixa
- b) Título patrimonial de outra entidade,
- c) Direito contratual de receber caixa ou outro ativo financeiro de outra entidade, ou de trocar ativos ou passivos financeiros com outra entidade em condições potencialmente favoráveis;
- d) Contrato que será ou poderá ser liquidado em títulos patrimoniais da própria entidade e que seja: um instrumento financeiro não derivativo no qual a entidade é ou pode ser obrigada a receber um número variável dos seus próprios títulos, ou um derivativo que será ou poderá ser liquidado por meio que não a troca de montante fixo em caixa ou outro ativo financeiro, por número fixo de seus próprios títulos patrimoniais.

O Passivo financeiro seria:

- a) Obrigação contratual: de entregar caixa ou outro ativo financeiro para outra entidade, ou de trocar ativos ou passivos financeiros com outra entidade sob condições potencialmente desfavoráveis para a entidade;
- b) Contrato que será ou poderá ser liquidado com títulos patrimoniais da própria entidade e que seja: um não derivativo no qual a entidade é ou pode ser obrigada a entregar um número variável de seus próprios títulos patrimoniais; ou um derivativo que será ou poderá ser liquidado por outro meio que não a troca de montante fixo de caixa ou outro ativo financeiro por número fixo de títulos patrimoniais da própria entidade.

Dentre a definição apresentada por esses órgãos incluem-se também os instrumentos financeiros derivativos que de acordo com o FASB, pronunciamento SFAS 133, são instrumentos que apresentam as seguintes características:

- a) Existência de um ativo-base – esse ativo-base será o referencial para a operação. Os valores efetivamente liquidados são calculados com base no comportamento desse ativo-base. Esse ativo poderá ser um preço, uma taxa, uma cotação, uma variável climática, etc. É importante ressaltar que, para o caso de uma ação ou de uma commodity, o ativo-base refere-se ao preço de tal ativo e não ao ativo propriamente dito.
- b) Investimento inicial inexistente ou muito pequeno – o investimento realizado no contrato deve ser muito pequeno, ou nulo, quando comparado com o valor total da operação. Dessa forma, os limites financeiros para a entrada do participante no contrato devem ser mínimos ou inexistentes.
- c) Liquidação da operação em uma data futura - as operações devem ser liquidadas em uma data futura, que pode, ou não, estar determinada no momento do fechamento do contrato. Os contratos devem ser liquidados em algum momento no futuro.

Para o IASB, através do IAS 39, assim como para o CPC, através do pronunciamento 14, um instrumento derivativo possui as seguintes características:

- a) Seu valor se altera em resposta a mudanças na taxa de juros específica, no preço de instrumento financeiro, preço de commodity, taxa de câmbio, índice de preços ou de taxas, avaliação (rating) de crédito ou índice de crédito, ou outra variável, às vezes denominada “ativo subjacente”, desde que no caso de variável não financeira, a variável não seja específica a uma parte do contrato;
- b) Não é necessário qualquer desembolso inicial ou este é menor do que seria exigido para outros tipos de contratos onde seria esperada resposta semelhante às mudanças nos fatores de mercado; e
- c) Deve ser liquidado em data futura.

Com base nas definições apresentadas acima, conclui-se que existe consenso entre as mesmas com relação à definição de instrumentos financeiros e que são esses tipos de operações avaliadas pelo conceito de valor justo. Os itens que devem ser considerados para a avaliação do valor justo, segundo as normas contábeis, e o seu registro são evidenciados nos próximos tópicos.

2.1 – Conceito de Valor Justo

A adoção de aplicação do valor justo na mensuração de instrumentos financeiros passou a ser fortemente considerada com o desenvolvimento da idéia de que as demonstrações

contábeis deveriam apresentar informações mais aderentes à realidade das empresas e até de certa forma preditivas, para auxiliar a tomada de decisão dos acionistas.

Nesse contexto, a utilização do custo histórico já não atendia às necessidades dos usuários da informação, uma vez que não refletia o real valor dos instrumentos financeiros, na data de fechamento do balanço, principalmente com relação às operações com derivativos cujo valor de custo não representa necessariamente o valor pelo qual pode ser negociado.

O *Financial Accounting Standards Board* (FASB), em seu pronunciamento SFAS 133 (1998), estabelece que o valor justo é o preço pelo qual um ativo ou um passivo poderia ser negociado entre partes interessadas de forma espontânea. Em setembro de 2006 o FASB emitiu o SFAS 157 no qual define que valor justo é o preço que poderia ser recebido na venda de um ativo ou transferência de pagamento de um passivo em uma transação entre partes interessadas na data da mensuração.

Já o *International Accounting Standard Board* (IASB), através do IAS 39 estabelece que valor justo seria o montante pelo qual uma transação teria ocorrido, na data de mensuração, em uma operação motivada por considerações normais de negócios, tendo como contraparte uma entidade não relacionada.

No Brasil, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis, pelo CPC 14, que tem como base o IASB, coloca que o valor justo não é a quantia que a entidade receberia ou pagaria numa transação forçada, numa liquidação involuntária ou numa venda sob pressão. Portanto, o valor justo deve refletir a qualidade de crédito do instrumento e refletir o preço de transação, na data de mensuração, entre partes independentes, sem favorecimento, em condições normais de mercado.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em sua Deliberação 371/00 define valor justo como o valor pelo qual um ativo pode ser negociado ou um passivo liquidado entre partes interessadas, em condições ideais e com a ausência de fatores que pressionem para a liquidação da transação ou que caracterizem uma transação compulsória, seguindo a mesma linha de raciocínio da definição do IASB.

Iudícibus e Martins (2007) apresentam uma investigação sobre o conceito de valor justo, no qual concluem que se trata de um conceito de aplicação não tão fácil e que possui um mínimo de objetividade e de referência ao mercado. Nesse estudo os autores demonstram que a definição do FASB trata de preço, já a definição do IASB trata de montante, dessa forma, o apelo ao valor de mercado parece mais forte e imediato na definição do FASB, além da referência ao valor de saída, de venda, para a conceituação do valor justo que não é claro na definição do IASB.

Nota-se que existem similaridades nas definições de valor justo apresentadas no que tange ao valor de negociação do ativo ou passivo pelo qual as partes interessadas estariam dispostas a comprar/vender desconsiderando favorecimentos, na data de mensuração. Porém, as definições não são objetivas e incisivas com relação a forma de obtenção do valor justo, discute-se se o valor justo seria o valor de compra ou de venda e ainda se deve considerar especificamente preços de mercado.

Cabe ressaltar ainda que o conceito de valor justo é aplicado na mensuração de outros ativos e passivos que não somente de instrumentos financeiros, mas que por não ser objeto deste artigo não serão abordados.

2.2 – Mensuração do Valor Justo

Nas definições apresentadas nos tópicos acima, valor justo não é o valor de mercado de um instrumento financeiro.

De acordo com Iudícibus e Martins (2007) “não se define valor justo como valor de mercado, pois, a atribuição de valor a elementos patrimoniais cujo preço de mercado não existe, viabilizando-se assim, a criação de modelos matemáticos extremamente complexos”.

O FASB em seu pronunciamento SFAS 115, conclui que os preços cotados em mercado, se disponíveis, proporcionam a mais confiável e verificável medida do valor justo, uma vez que, estes também estão disponíveis aos demais participantes do mercado. Em consenso a este pronunciamento, segue o entendimento do IASB, CPC e órgãos reguladores.

O FASB estabelece 3 níveis para a mensuração do valor justo:

- Nível I: utilização de preços de mercado ativo;
- Nível II: utilização de preços de ativos e passivos semelhantes com mercado ativo; e
- Nível III: utilização de técnicas de avaliação com a utilização de informações de mercado como taxas de juros, taxas de câmbio.

Para os casos de nível III, o FASB, admite a utilização de informações de fluxo de caixa descontado, porém, esta forma de mensuração gera restrições quanto à confiabilidade dos dados, uma vez que pode deixar de considerar a valoração do mercado com relação ao instrumento, além de exigir o desenvolvimento de metodologia para se apurar um valor adequado.

O IASB, através do IAS 39, estabelece que os instrumentos financeiros devem ser avaliados primeiramente pelo valor de mercado, no qual os preços podem ser cotados em bolsa de valores, corretoras, distribuidoras ou agências reguladoras. Para instrumentos sem mercado ativo, a entidade deve estabelecer técnicas de valoração que maximizem o uso de dados de mercado, podem ser considerados preços de operações semelhantes, transações recentes entre partes não relacionadas, fluxo de caixa descontados e modelos de precificação de opções.

O CPC 14, além de considerar os aspectos de mensuração do IAS 39 apresentam também maior detalhamento na orientação de apuração do valor justo. Em suas considerações o CPC 14 orienta a mensuração da seguinte forma:

- Mercado ativo (preço cotado): devem ser utilizados os preços disponibilizados por bolsa ou mercado de balão organizado, por operadores, corretores, ou associação de mercado, por entidades que tenham como objetivo divulgar preços ou por agências reguladoras, e se esses preços representarem transações de mercado que ocorrem regularmente entre partes independentes, sem favorecimentos. Neste item o CPC estabelece que o preço de mercado apropriado para um ativo mantido ou um passivo a ser emitido é geralmente o preço de compra e para o ativo a ser comprado ou passivo a ser mantido é o preço de venda. No caso da entidade possuir ativos e passivos com riscos de mercado compensáveis pode ser utilizado a média de preço de compra e venda.
- Sem mercado ativo (técnica de avaliação): neste caso a entidade deve empregar o máximo possível de dados de mercado e deve refletir de forma razoável o apreçamento do instrumento pelo mercado considerando os fatores de risco/retorno inerentes ao instrumento. O CPC recomenda também a validação periódica da metodologia de mensuração em comparação com qualquer transação de mercado coerente observável relacionado ao instrumento. Em caso de aplicação do fluxo de

caixa descontado, a entidade deve utilizar uma ou mais taxas de desconto iguais às taxas de retorno predominantes para instrumentos semelhantes.

- Sem mercado ativo (título patrimonial): neste caso a entidade só deverá avaliar pelo valor justo se a variabilidade no intervalo de estimativas aceitáveis de valor justo não for significativa para esse instrumento ou se as probabilidades das várias estimativas dentre desse intervalo puderem ser razoavelmente avaliadas e utilizadas na estimativa de valor justo.

O CPC 14 também determina que o valor justo de um instrumento financeiro deve incorporar dados de mercado observáveis com relação às condições de mercado. O valor justo deve considerar um ou mais dos seguintes fatores:

- a) Valor de dinheiro no tempo (taxa básica de juros ou taxa livre de risco);
- b) Risco de Crédito;
- c) Taxa de Câmbio;
- d) Preços de mercadorias (commodities);
- e) Preços de títulos patrimoniais;
- f) Volatilidade;
- g) Risco de Pagamento antecipado e risco de renúncia; e
- h) Custos de serviços de ativo financeiro ou de passivo financeiro.

No Brasil, os pronunciamentos do CPC são aprovados pela CVM e devem ser aplicados por todas as empresas de capital aberto.

Conforme Iudícibus e Martins (2007), o valor justo deve ser utilizado de forma objetiva, avaliando-se os instrumentos financeiros até por custo corrente de reposição, valor necessário hoje para repor a capacidade do ativo de gerar benefícios para a empresa, antes de utilizar cálculos matemáticos probabilísticos.

Considerando as orientações para a mensuração do valor justo, percebe-se que quando não há mercado ativo entra em cena o componente da subjetividade, apesar do estabelecimento de variáveis ou fatores a serem considerados na metodologia de mensuração. Deve-se considerar que um dos objetivos da contabilidade está na evidenciação de informações úteis para os acionistas, no entanto, não é uma tarefa simples chegar a modelos de apuração que considere todas as variáveis que possam afetar o valor de um instrumento financeiro e que o valor apurado por uma entidade possa ser comparado aos saldos de outra entidade de forma adequada, ao se aceitar esse tipo de apuração aumenta-se a possibilidade de manipulação dos saldos contábeis.

2.3 – Contabilização do Valor Justo de Instrumentos Financeiros

Os instrumentos financeiros podem aparecer tanto nos itens circulantes como nos não-circulantes, dependendo da intenção de mantê-los por mais de um ciclo operacional. Se a intenção for mantê-los por um período superior a um ciclo, então se devem classificá-los como investimentos não-circulantes. Lisboa et al. (2000).

Conforme o SFAS 133 os instrumentos financeiros, dependendo de sua finalidade, devem ser classificados em:

- *Held-to-Maturity* – instrumentos financeiros que a empresa deseja manter em carteira até o seu vencimento.
- *Trading* – instrumentos financeiros mantidos para negociação no curto prazo objetivando a geração de resultados pelas diferenças na sua precificação.
- *Available-for-sale* – instrumentos financeiros não classificados nem como held to maturity e nem como trading (ou seja, que nos casos em que não há definição quanto à data prevista para sua negociação).

Dependendo da classificação o instrumento deve obedecer aos seguintes critérios de mensuração e o ganho ou perda pelo método de avaliação, registrados nas respectivas contas contábeis, conforme QUADRO 1:

Classificação	Critério de Avaliação	Contabilização (Ganhos e Perdas)
Held to maturity	Custo Amortizado	Não reconhece
Trading	Valor Justo	Resultado
Available for sale	Valor Justo	Patrimônio Líquido

QUADRO 1: Contabilização Instrumento Financeiro – FASB

Fonte: SFAS 133

Pelo FASB também há diferença na contabilização de operações de operações de Hedge que pelos SFAS 133 podem ser de três tipos: hedge de *fair value*, hedge de fluxo de caixa e de moeda estrangeira. Sua avaliação e contabilização seguem conforme QUADRO 2:

Tipo de Hedge	Critério de Avaliação	Contabilização (Ganhos e Perdas no instrumento de hedge)	Contabilização (Ganhos e Perdas no pela mudança do valor justo do item de hedge)
Fair Value	Valor Justo	Resultado	Resultado
Fluxo de Caixa	Valor Justo	Parte efetiva do hedge no Patrimônio Líquido e Parte não – efetiva no Resultado	Não Aplicável
Moeda Estrangeira	Valor Justo	Se o objeto de hedge for o fluxo de caixa firme ou available for sale – Resultado. Se for Fluxo de caixa predeterminado – parte efetiva no Patrimônio Líquido e parte não – efetiva no Resultado.	Se o objeto de hedge for o fluxo de caixa firme ou available for sale – Resultado. Se for Fluxo de caixa predeterminado – parte efetiva no Patrimônio Líquido e parte não – efetiva no Resultado.

QUADRO 2: Contabilização Instrumento Financeiro - Hedge – FASB

Fonte: SFAS 133

O IASB pelo IAS 39 e o CPC 14 também classificam os instrumentos financeiros de acordo com a sua finalidade. O ativo financeiro é classificado em 4 categorias:

- Ativos financeiros mensurados ao valor justo por meio do resultado: se subdividem em: designados – qualquer ativo classificado pela própria entidade como tal, também conhecido como “*fair value option*”; e os títulos para negociação – mantidos para negociação no curto prazo.

- b) Investimentos mantidos até o vencimento: ativos financeiros não derivativos que devem ser mantidos até o vencimento.
- c) Empréstimos e Recebíveis: ativos financeiros não derivativos que implicam pagamentos fixos ou determináveis não negociados em mercados ativos e que não podem ser classificados nas outras categorias.
- d) Ativos financeiros disponíveis para venda: são os ativos que não podem ser classificados nas demais categorias e inclui os instrumentos de patrimônio não avaliados ao valor justo por meio do resultado.

Como mensuração inicial o IASB e CPC determinam que as operações de crédito, empréstimos concedidos, empréstimos adquiridos, financiamentos e outras operações de aplicação ou captação de recursos, devem ser mensuradas pelo valor justo acrescido dos custos de transação que sejam diretamente atribuíveis à aquisição ou emissão do ativo ou passivo financeiro. Como mensuração subsequente os ativos financeiros a avaliação e contabilização devem ser conforme QUADRO 3:

Classificação	Critério de Avaliação	Contabilização (Ganhos e Perdas)
Ativos financeiros mensurados ao valor justo por meio do resultado	Valor justo (sem dedução de custo de transação)	Resultado
Investimentos mantidos até o vencimento	Custo Amortizado (taxa efetiva de juros)	Resultado
Empréstimos e Recebíveis	Valor justo (sem dedução de custo de transação)	Resultado
Ativos financeiros disponíveis para venda	Custo Amortizado (taxa efetiva de juros)	Patrimônio Líquido

QUADRO 3: Contabilização Instrumento Financeiro Ativo – IASB e CPC

Fonte: IAS 39 e CPC 14

Os passivos financeiros são classificados em duas categorias:

- a) Passivos a valor justo por meio do resultado, assim como no ativo também é classificado em designado ou passivo mantido para negociação; e
- b) Outros passivos.

Os passivos financeiros devem ser avaliados e contabilizados conforme QUADRO 4:

Classificação	Critério de Avaliação	Contabilização (Ganhos e Perdas)
Passivos financeiros mensurados ao valor justo por meio do resultado	Valor justo (sem dedução de custo de transação)	Resultado
Outros Passivos Financeiros	Custo Amortizado (taxa efetiva de juros)	Resultado

QUADRO 4: Contabilização Instrumento Financeiro Passivo – IASB e CPC

Fonte: IAS 39 e CPC 14

Para operações de Hedge o IASB e CPC também estabelecem critérios específicos para mensuração e contabilização desses instrumentos, conforme QUADRO 5.

Tipo de Hedge	Critério de Avaliação	Contabilização (Ganhos e Perdas no instrumento de hedge)	Contabilização (Ganhos e Perdas no pela mudança do valor justo do item de hedge)
----------------------	------------------------------	---	---

Valor Justo	Valor Justo	Resultado	Resultado
Fluxo de Caixa	Valor Justo	Parte efetiva do hedge no Patrimônio Líquido e Parte não – efetiva no Resultado	Não Aplicável
Investimentos Líquidos	Valor Justo	Parte efetiva do hedge no Patrimônio Líquido e Parte não – efetiva no Resultado	Parte efetiva do hedge no Patrimônio Líquido e Parte não – efetiva no Resultado

QUADRO 5: Contabilização Instrumento Financeiro Hedge – IASB e CPC

Fonte: IAS 39 e CPC 14

No Brasil, o critério de avaliação válido antes da Lei 11.638/08 para as empresas não-financeiras era o custo histórico como base de valor, não sendo aplicado o valor justo. Existia apenas a exigência de divulgação, pela Instrução Normativa 235/95 da CVM, em nota explicativa, dos valores de mercado dos instrumentos financeiros e critérios para apuração dos mesmos. As instituições financeiras brasileiras já utilizam o critério de avaliação pelo valor justo (entendido como valor de mercado) desde 2002, instituída através da Circular n.º 3.082/02.

Através da análise dos critérios de avaliação e registro proposto pelo FASB e IASB, observa-se forte similaridade em conceito e forma de reconhecimento dos ganhos e perdas com essas operações, fato que se estende também as operações de hedge. Para o presente artigo, é considerado os saldos das contas de resultado e patrimônio líquido das empresas estudadas como indicadores do reconhecimento do valor justo e conforme os critérios do IASB e CPC.

2.4 – Vantagens e desvantagens da utilização do Valor Justo sobre instrumentos financeiros

A busca pela mensuração de instrumentos financeiros pelo valor justo baseia-se na tentativa de fornecer uma informação mais útil para os acionistas. O critério do valor justo procura evidenciar a volatilidade e até expectativas dos instrumentos financeiros mesmo após a data da mensuração.

De acordo com Costa Junior et al. (2009), as possíveis vantagens da aplicação do valor justo estão na melhoria da informação disponibilizada aos usuários da mesma, aumento da importância e relevância da informação contábil e redução de incertezas entre os agentes com conseqüente redução do valor de capital.

Segundo Iudícibus e Martins (2007), a utilização do valor justo nas demonstrações contábeis, representa um avanço, pois, coloca o “fair value” em lugar de e não em complemento a algo que já existe e que vem há séculos nas demonstrações contábeis como forma principal de avaliação, ou seja, o custo histórico como base de registro inicial. É também considerado pelos autores como uma forma arriscada de mensuração, uma vez que, apaga o registro histórico para colocar em seu lugar ativos e passivos ao valor justo dificultando a rastreabilidade e a correspondência com a competência e fluxos de caixa.

Existem muitas críticas com relação à utilização do valor justo de acordo com Lisboa et al. (2000), que podem ser resumidas em:

- Resultados não realizados transitam pela demonstração de resultados;
- Custo de adaptação dos usuários da informação acostumados com custo histórico;
- A determinação de valor justo não é objetiva, não é exata e também demanda custo para desenvolvimento da informação;

- Para operações sem mercado ativo, não se sabe qual o modelo mais adequado para se estimar o valor justo.

Conforme Landsman (2005) é preciso também levar em consideração a relevância e a confiabilidade do valor justo para investidores e credores, uma vez que não há precisão suficiente para ajudá-los a prever a posição financeira e ganhos ou perdas potenciais da empresa de forma adequada. Landsman também alerta que nos casos de utilização de modelos elaborados por gestores da própria empresa para a apuração do valor justo, pode ser gerado assimetria da informação levando à:

- seleção adversa: que pode ser entendido como a avaliação de empresas que possuem instrumentos financeiros semelhantes, mas com características distintas ;e
- risco moral: que trata do entendimento de que gestores poderão utilizar as informações particulares que possuem para tirar vantagem manipulando as informações que serão reveladas para o mercado e órgãos reguladores.

Conforme Laux e Leuz (2009), em estudo relacionando o valor justo e cenário de crise financeira, quatro tópicos são mencionados:

- Muitas discussões a respeito do valor justo resultam da confusão entre o que é novo e diferente com relação ao valor justo e os entendimentos sobre o conceito de valor justo.
- Os preços de mercado em tempos de crise podem não ser a melhor forma de avaliação, porém, não são as normas contábeis que irão resolver esses problemas.
- Problemas com relação à implantação do valor justo devem ser considerados. É importante reconhecer que ao dar maior flexibilidade na apuração do valor justo maior será o risco de manipulação do valor.
- A solução para as questões envolvendo o valor justo, não serão respondidas adotando o custo histórico como base de valor, pois, em tempos de crise esse critério de avaliação pode gerar problemas ainda maiores envolvendo principalmente a transparência dos saldos aos investidores.

A avaliação de instrumentos por valor justo foi flexibilizado, em abril de 2009, pelo FASB que depois de pedidos de instituições financeiras americanas, permitiu que instrumentos avaliados pelo nível I e II fossem avaliados pelo nível III, ou seja, deixaram de ser “*market-to-market*” para “*market-to-model*”. As instituições alegaram que os preços de mercado não refletiam o valor justo e que a regra contábil teria contribuído para o avanço da crise.

2.5 – Resultados de estudos anteriores

Muitos estudos com relação à relevância da informação contábil têm sido efetuados. No que tange à relevância da aplicação do valor justo, grande parte dos estudos estão direcionados às instituições financeiras devido à representatividade de instrumentos financeiros avaliados pelo valor justo presente na carteira dessas empresas.

Os estudos envolvendo a relevância da informação contábil também são conhecidos como estudos de value relevance. De acordo com Barth, Beaver & Landsman (2001), um valor contábil será relevante, apenas se refletir informações importantes e confiáveis nos preços das ações, no entanto, os autores reconhecem que as definições de relevância e

confiabilidade são complexas e fruto de juízo de valor e podem não ser totalmente capturadas na operacionalização de uma pesquisa.

Alguns estudos como de Eccher et al. (1996) examinaram a relevância do valor justo em instrumentos financeiros de 257 bancos americanos em 1992 e 279 bancos em 1993. Os resultados demonstraram que o valor justo para instrumentos financeiros eram relevantes, porém, a estatística demonstrava que o poder explicativo do preço da ação era mais acentuado quando acrescentado o valor de principal (custo histórico) das operações. Barth et al. (1996) também efetuaram o estudo de *value relevance* para instituições financeiras americanas avaliando os efeitos do SFAS 107 que trata de *Disclosure about fair value of financial instruments* e trabalhando com regressão cuja variável dependente era o diferencial entre o valor da cotação das ações dos bancos e o seu valor patrimonial e as variáveis independentes eram três grupos distintos: itens contemplados pelo SFAS 107, itens não contemplados pelo SFAS 107 e itens com propriedades semelhantes aos contemplados pelos SFAS 107, porém, sem obrigatoriedade de respeitar o SFAS 107. O resultado foi que há evidência de que os itens contemplados pelos SFAS 107 possuem poder de explicação sobre os preços das ações adicionalmente ao *book value*.

No Brasil, há o estudo de Furlani (2005) que avaliou os efeitos do valor justo sobre instrumentos financeiros dos bancos com relação à volatilidade do patrimônio de referência dos mesmos. Os resultados demonstraram que houve um aumento da volatilidade do patrimônio, porém, não foi possível afirmar que a modificação do patrimônio decorreu em função da aplicação do valor justo, pois, existiam outras variáveis que também poderiam afetar o patrimônio.

Costa Junior et al. (2009), efetuaram um estudo com o objetivo de investigar a existência de diferenças entre as médias dos patrimônios líquidos dos bancos com a marcação a mercado e sem a marcação a mercado e também de avaliar a relevância da marcação a mercado no preço das ações dos bancos através do modelo de Ohlson (1995). O estudo considerou uma amostra de 184 bancos e utilizou as informações contábeis semestrais do período de junho de 2002 a junho de 2006.

Os autores concluíram que houve diferença significativa entre as médias patrimoniais dos bancos nos períodos de 06/2002, 12/2002, 12/2003, 12/2004 e 12/2005, sendo que os dois primeiros semestres findos após a vigência das Circulares n. 3.068/01 e 3.082/02. Com relação à relevância da marcação a mercado, os testes demonstraram que a marcação a mercado não é uma variável estatisticamente significativa na explicação dos preços das ações das instituições analisadas.

Como se pode observar, todos os estudos relacionados foram aplicados à instituições financeiras, e alguns estudos encontraram relevância da avaliação do valor justo no preço das ações e outros não. Como forma de buscar uma evidência empírica da relevância do valor justo nas empresas não-financeiras, será aplicada a equação desenvolvida por Costa Junior et al. (2009), conforme seção seguinte.

3. – Metodologia

O estudo de Costa Junior et al. (2009), utilizou o modelo de Ohlson (1995) para detectar a relevância da marcação a mercado no preço das ações de instituições financeiras brasileiras. O modelo de Ohlson pode ser descrito como:

$$V_t = bv_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} R_f^{-\tau} E[x_{t+\tau}^a]$$

V_t = valor da firma no momento t

bv_t = patrimônio líquido em t

O restante representa a expectativa dos lucros futuros trazidos a valor presente por uma taxa livre de risco.

Para atender o objetivo do estudo de Costa Junior et al. (2009) o modelo foi reescrito da seguinte forma:

$$Preço_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \left(\frac{PL}{Q de Ações} \right)_{it} + \beta_2 \left(\frac{MTM}{Q de Ações} \right)_{it} + \beta_3 \sum_{t=1}^{\infty} AbnEar_{it} \times R^{-t} + u_{it}$$

Onde:

$Preço_{it}$ = Preço da Ação em até 3 dias do fechamento do balanço

PL por ação = Patrimônio Líquido por ação

MTM por ação = marcação a mercado por ação

Lucro Anormal por Ação = representado pelo restante da equação

Para este artigo, substitui-se o MTM pelo efeito do valor justo, pela aplicação do CPC 14 nos saldos de dezembro de 2008. O Lucro Anormal por ação foi obtido através da diferença entre o preço da ação em 30/06/2009 e o preço da ação em 31/12/08 mais o CDI acumulado no período de 01/01/09 a 30/06/09, descontado pela taxa SELIC acumulada do mesmo período (taxa livre de risco).

Estabeleceu-se como população as 100 empresas de maior valor de mercado apresentado pela Revista Exame Melhores e Maiores de 2008. Dessa população foram consideradas as 15 empresas que apresentaram em suas demonstrações financeiras de 31/12/2008 o montante de ajuste referente ao CPC 14 que contempla a avaliação do valor justo dos instrumentos financeiros, mais especificamente da marcação a mercado.

Nos casos em que a empresa do ranking da Melhores e Maiores não apresentou os efeitos da adoção do CPC 14, considerou-se a companhia classificada logo em seguida. A Tabela 1 demonstra as empresas consideradas e as variáveis para a obtenção da equação de regressão.

Tabela 1: Dados das empresas para regressão

	Empresa	Preço Ação (31/12/2008)	PL/Ação	Efeito do Valor Justo/Ação	Lucros Anormais
1	Ambev	99,37	64,13	(0,43)	20,89
2	CPFL Energia	27,90	10,32	(0,03)	1,30
3	Telemar	26,93	25,62	(0,15)	0,84
4	Cemig	18,68	43,11	(0,01)	0,86
5	TIM Participações	2,83	5,04	0,01	0,49
6	Vivo Participações	27,23	22,50	(0,01)	8,41
7	Embraer	8,81	8,16	(0,05)	(1,10)

8	Lojas Americanas	5,28	0,42	0,05	2,28
9	Suzano	12,09	18,27	(0,16)	2,36
10	Gol Linhas Aéreas	9,91	14,09	(0,15)	0,44
11	Perdigão	29,74	31,44	(0,05)	6,02
12	B2W	23,64	1,97	(0,44)	11,88
13	Pão de Açúcar	30,64	39,89	(0,09)	5,47
14	Coelba	31,50	14,92	(0,03)	1,30
15	Sadia	3,75	0,41	0,27	0,79

Fonte: Dados da Pesquisa

Para a aplicação da regressão foram considerados o preço da ação da empresa em 31/12/2008, o valor do Patrimônio Líquido em 31/12/2008 sem os efeitos do CPC 14, os efeitos do CPC 14 em 31/12/2008 e o lucro anormal foi obtido através da diferença entre o preço da ação em 30/06/2009 e o preço da ação em 31/12/08 mais o CDI acumulado no período de 01/01/09 a 30/06/09, descontado pela taxa SELIC acumulada do mesmo período (taxa livre de risco).

O preço da ação foi obtido através do Software Economatica, as taxas de CDI foram obtidas no site da CETIP, as taxas da SELIC foram obtidas no site do Banco Central e o valor do ajuste pelo CPC 14 foi obtido das demonstrações financeiras das empresas selecionadas.

4. – Resultados e Discussões

A equação de regressão foi obtida através do software estatístico R, que apresentou os seguintes resultados:

```
Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-11.106  -7.121  -2.890   5.032  17.193

Coefficients:
              Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)    2.5071     4.0034   0.626  0.54392
PL.por.Ação    0.5881     0.1824   3.225  0.00809 **
Valor Justo.por.Ação -6.8344    22.0414  -0.310  0.76230
Lucros.Anormais  2.1773     0.7339   2.967  0.01282 *
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 10.21 on 11 degrees of freedom
Multiple R-squared: 0.8503, Adjusted R-squared: 0.8094
F-statistic: 20.82 on 3 and 11 DF, p-value: 7.682e-05
```

A equação de regressão obtida foi: $\hat{Y} = 2,5071 + 0,5881x_1 - 6,8344x_2 + 2,1773x_3$

Analisando os dados da regressão, verifica-se que 85,03% do preço da ação pode ser explicado por essa equação que tem como variáveis independentes o patrimônio líquido por ação, o MTM por ação e os lucros anormais.

Entretanto, constata-se que o MTM por ação, não é uma variável significativa na explicação do preço da ação das empresas estudadas, pois, o seu p-valor foi de 0,76230, ou seja, é superior a 0,05. Este resultado corrobora com o estudo efetuado por Costa Junior et al. (2009) aplicado às instituições financeiras, no estudo destes autores verificou-se que a

marcação a mercado não tem efeito relevante na explicação do preço das ações das instituições financeiras.

Além disso, observa-se que o coeficiente do valor justo (-6,8344) tem sinal negativo, ou seja, à medida que o preço da ação aumenta o efeito do valor justo diminui e vice – versa.

Para verificar a qualidade da amostra utilizada, efetuaram-se as análises de resíduos. A aplicação de teste de Normalidade de Shapiro – Wilk, através do software estatístico R apresentou o seguinte resultado:

```
Shapiro-Wilk normality test
data: resid(reg1)
W = 0.9009, p-value = 0.09823
```

Verifica-se que os dados possuem distribuição normal, pois, o p-value é maior que 0,05, indicando a adequação das variáveis selecionadas.

A aplicação do teste de Autocorrelação de Durbin Watson, apresentou o seguinte resultado:

```
lag Autocorrelation D-W Statistic p-value
1 0.2508766 1.397383 0.194
Alternative hypothesis: rho != 0
```

Verifica-se que as variáveis não são autocorrelacionadas, pois, o p-value é maior que 0,05, indicando a adequação das variáveis selecionadas.

A aplicação do teste de Heterocedasticidade de Breusch-Pagan, apresentou o seguinte resultado:

```
studentized Breusch-Pagan test

data: reg1
BP = 0.5571, df = 3, p-value = 0.9062
```

Verifica-se que as variáveis não são heterocedásticas, pois, o p-value é maior que 0,05, indicando a adequação das variáveis selecionadas.

Portanto, constatou-se que as variáveis consideradas na amostra para obtenção da equação de regressão foram adequadas. Entretanto, as saídas de dados da regressão demonstram que o critério de valor justo não apresenta relevância significativa na amostra estudada.

5. – Conclusões

Através das considerações apresentadas com relação ao critério de avaliação pelo valor justo há necessidade de realização de pesquisas empíricas que comprovem que a informação gerada por esse tipo de critério é relevante, confiável e é percebida pelos usuários da informação.

O assunto é muito polêmico e envolve discussões acerca da verdadeira função das demonstrações financeiras e da contabilidade que passa da função de informar os números da empresa em uma determinada data para atuar como agente preditivo de valores. Muitos questionam a utilização do valor justo como critério de avaliação, não só de instrumentos

financeiros, pois, obriga as empresas a considerar resultados que ainda não ocorreram e que muitas vezes não há garantias de que esses resultados serão concretizados.

Outra polêmica a ser considerada com relação ao valor justo aplicado aos instrumentos financeiros está na utilização de modelos para apuração do valor justo quando não há mercado ativo. Permite-se, assim, maior subjetividade na apuração do valor justo por parte dos gestores e aumenta-se o risco de manipulação de resultados ou *earnings management*.

Apesar da não verificação da relevância do valor justo sobre instrumentos financeiros no preço das ações, apresentada neste artigo, outros estudos podem ser realizados considerando maiores períodos, uma vez, que as empresas não-financeiras brasileiras passaram a utilizar este critério de avaliação somente a partir de dezembro de 2008 devido à lei 11.638/08 e pronunciamentos do CPC 14 regulamentado pela CVM.

A realização de mais estudos sobre o valor justo deve ser considerada com o objetivo de verificar evidências de que este é o melhor método para a avaliação de instrumentos financeiros e demais itens de forma que de maior suporte aos órgãos normatizadores pela escolha do valor justo.

Como sugestão para futuros estudos elenca-se a utilização de mais dados representados por maiores períodos para análise e estudos com relação à apuração do valor justo por empresas não-financeiras para constatação do percentual de valores apurados pelo uso do *market-to-market* e do *market-to-book*.

6. – Referências

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BACEN. **Circular n. 3.068/01**. Disponível em: <<http://www.bacen.gov.br>>. Acesso em 20 jul. 2009.

_____. **Circular n. 3.082/02**. Disponível em: <<http://www.bacen.gov.br>>. Acesso em 20 jul. 2009.

BARTH, M. E. BEAVER, W.H. LANDSMAN, W. R. The relevance of the value –relevance literature for financial accounting standard setting: another view. **Journal of Accounting and Economics**, v.31, p.77-104, 2001.

_____. Value Relevance of Bank's Fair Value Disclosures under SFAS 107. **The Accounting Review**, v.71, n.4, p.513-537, 1996

BRASIL. **Lei nº 11.638**, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Diário Oficial [da República Federativa do Brasil], Brasília, DF, 28 dez. 2007.

BRASIL. **Medida Provisória n.º 449**, de 03 de dezembro de 2008. Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários, concede remissão nos casos em que especifica, institui regime tributário de transição, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.normaslegais.com.br/legislacao/mp449_2008.htm> Acesso em: 15 jun. 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. **Deliberação CVM n. 371/00**, Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br> >. Acesso em 12 ago. 2009.

_____. **Instrução Normativa CVM n. 235/95**, Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br> >. Acesso em 12 ago. 2009.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **CPC 14: Instrumentos Financeiros: Reconhecimento, Mensuração e Evidenciação**, São Paulo, 2008.

COSTA JUNIOR, J. V. ; COUTINHO, A. H. ; TRAPP, A. ; WASSERMAN, C. ; MARTINS, E. . Relevância Contábil da Marcação a Mercado das Instituições Financeiras no Brasil. **Revista Contabilidade e Finanças** (Online), 2009.

ECCHER, E. A.; RAMESH, K.; THIAGARAJAN, S.R. Fair value disclosures by bank holding companies. **Journal of Accounting and Economics**, n. 31, p.3-75, 2001.

EXAME MELHORES E MAIORES: as 500 maiores empresas do Brasil. São Paulo: Abril, jul. 2009.

Financial Accounting Standard Board – FASB. **SFAS 105**. Disponível em: < <http://www.fasb.org> >. Acesso em 10 ago. 2009.

_____. **SFAS 107**. Disponível em: < <http://www.fasb.org> >. Acesso em 10 ago. 2009.

_____. **SFAS 115**. Disponível em: < <http://www.fasb.org> >. Acesso em 10 ago. 2009.

_____. **SFAS 133**. Disponível em: < <http://www.fasb.org> >. Acesso em 10 ago. 2009.

_____. **SFAS 157**. Disponível em: < <http://www.fasb.org> >. Acesso em 10 ago. 2009.

FURLANI, J. R. A. **O efeito da alteração nos critérios de avaliação de instrumentos financeiros na volatilidade do patrimônio de referência das instituições financeiras brasileiras**. 2005. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade de Brasília – UnB, Brasília, 2005.

International Accounting Standard Board – IASB. **IAS 32**. Disponível em: < <http://www.iasb.org.uk> >. Acesso em maio 2009.

_____. **IAS 39**. Disponível em: < <http://www.iasb.org.uk> >. Acesso em maio 2009.

IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E. Uma investigação e uma proposição sobre o conceito e o uso do valor justo. **Revista Contabilidade e Finanças** – USP, São Paulo, Edição 30 anos de doutorado, p. 9 – 18, jun. 2007.

LANDSMAN, W. R. **Fair value accounting for financial instruments: some implication for bank regulation**. In: Accounting Risk Management and Prudential Regulation, BIS, Basileia, 2005.

LAUX, C., LEUZ, C. **The Crisis of fair value accounting: making sense of the recent debate**. 2009. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1392645>. Acesso em 06 jun. 2009.

LISBOA, L. P.; COSTA, F. M.; PIGATO, J. A.M. “Valor Justo” em Contabilidade. **Anais... XVI Congresso Brasileiro de Contabilidade**, 2000.

OHLSON, J. A. Earnings, book values and dividends in equity valuation. **The Contemporary Accounting Research**. v. 11, n. 2, p. 661-687, 1995.