

Mensuração de Ativos Financeiros a Valor Justo: Análise da Relevância da Informação e da Confiabilidade da Mensuração na Perspectiva do Mercado Brasileiro de Capitais

RESUMO

O objetivo desta pesquisa foi analisar se as informações contábeis, referentes a ativos financeiros mensurados a valor justo, são valores relevantes e apresentam evidências de mensuração confiável. Foram utilizados os títulos financeiros disponíveis para negociação de curto e longo prazo e os títulos financeiros mantidos para venda de curto e longo prazo. Para os testes empíricos dos atributos da informação analisados, utilizou-se o modelo de Feltham e Ohlson (1995). Os resultados evidenciaram que ambos os títulos de curto prazo, mensurados a valor justo, apresentaram *value relevance*. As evidências indicaram também que a mensuração desses títulos, mesmo sendo vista pelo mercado como conservadora, não interferiu na confiabilidade da informação referente aos mesmos. Por outro lado, os títulos de longo prazo mensurados a valor justo não apresentaram evidência de *value relevance*. Tais resultados convergem com alguns achados do estudo de Khurana e Kim (2003) e Jing e Li (2011), onde verificaram que alguns títulos financeiros de longo prazo, por não serem negociados ativamente, muitas vezes, envolve mais subjetividade em relação aos métodos e pressupostos usados na estimativa de seus valores justos e, por isso, compromete a relevância de tais informações. Outra explicação essas evidências é a de que a mensuração dos títulos de longo prazo pode ser vista pelo mercado como não confiável ou o montante dessas informações são pouco representativas. Por fim, ressalta-se que a presente pesquisa não teve a intenção de avaliar qual o melhor critério de mensuração, se valor justo ou custo histórico, mas o de avaliar se a mensuração a valor justo de ativos financeiros fornece informações relevantes e livres de vieses contábeis.

Palavras-chave: Valor justo. *Value relevance*. Confiabilidade.

1. INTRODUÇÃO

Para que a contabilidade possua conteúdo informacional, é necessário que a mesma seja portadora de características que lhe assegurem credibilidade entre os usuários da informação. De acordo com o *International Accounting Standards Board* (IASB), *Financial Accounting Standards Board* (FASB) e CPC, entre as características desejadas da informação contábil, do ponto de vista do usuário, destacam-se a relevância e a confiabilidade.

De acordo com o CPC 00 (R1) (2011), a elaboração e divulgação de relatório contábil-financeiro que seja relevante e que represente com fidedignidade o que se propõe representar auxilia os usuários a tomarem decisões com maior grau de confiança. Isso resulta em funcionamento mais eficiente dos mercados de capitais e em menor custo de capital para a economia como um todo (CPC 00 (R1), 2011). O investidor individual e o credor por empréstimo também se beneficiam desse processo, por meio de decisões assentadas na melhor informação.

Em meio às mudanças normativas que vem ocorrendo no Brasil, destaca-se a ampliação da utilização do valor justo para mensuração de ativos financeiros pelas empresas não financeiras. Entretanto, devida às características de alguns elementos patrimoniais, a mensuração a valor justo para certos ativos, principalmente os que não possuem um mercado ativo, é questionável, no que se refere ao *trade-off* entre relevância e confiabilidade.

Alguns estudos têm apontado que, na perspectiva do mercado, o valor justo é uma medida relevante e oportuna de mensuração, pois o reconhecimento dos ganhos não depende

da realização dos elementos patrimoniais, como é o caso da mensuração a custo histórico (LANDSMAN, 2007; LAUX; LEUZ, 2010).

Por outro lado, alguns autores apontam que a mensuração do valor justo pode interferir na confiabilidade da informação (POON, 2004; LAUX; LEUZ, 2010). Os autores sustentam no sentido de que, em certos casos, níveis consideráveis de subjetividade são exigidos dos gestores, principalmente quando não há um mercado com negociação ativa para o elemento avaliado. Em tais situações, deve-se identificar um mercado similar para o ativo ou, na ausência desse, utilizar modelos matemáticos e estatísticos que demandam a escolha de uma taxa de desconto e a determinação do período em que os benefícios venham a ocorrer para a empresa. Ressalta-se que essas decisões podem envolver várias escolhas, podendo, portanto, duas empresas avaliarem um mesmo ativo, com as mesmas características, com valores distintos.

Dessa forma, enquanto a mensuração dos ativos a valor justo, teoricamente, torna a informação mais relevante, em contrapartida, quando não há um mercado ativo para a avaliação, a informação apresentada estará sujeita a erros e vieses na mensuração, por parte dos gestores.

De acordo com Landsman (2007), frente às discussões que norteiam a utilização do valor justo, as quais circulam em torno da relevância e da confiabilidade, um estudo que busque evidências empíricas acerca desses fatores tem, provavelmente, um potencial de contribuição relevante.

Frente a essa discussão e do fato que, com as alterações normativas e legais ocorridas recentemente, as empresas brasileiras não financeiras de capital aberto ampliaram a adoção do valor justo na mensuração de ativos financeiros, o presente estudo tem o seguinte questionamento de pesquisa: **como podem ser qualificados os ativos financeiros mensurados a valor justo no que se refere à relevância da informação e a confiabilidade da mensuração, na perspectiva do mercado brasileiro de capitais?** Dessa forma, o objetivo desta pesquisa é analisar se as informações contábeis referentes a ativos financeiros mensurados a valor justo são relevantes e apresentam evidências de mensuração confiável na perspectiva do mercado de capitais brasileiro.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Mensuração do Valor Justo

O CPC 46 – (Mensuração a valor justo) define valor justo como “o preço que seria recebido pela venda de um ativo ou que seria pago pela transferência de um passivo em uma transação não forçada entre participantes do mercado na data de mensuração”. Observa-se que a definição do valor justo, apresentada pela norma, acaba exigindo certo nível de subjetividade por parte dos avaliadores. Diante disso, com o intuito de orientar tal mensuração e aumentar a consistência e a comparabilidade das informações a valor justo e nas divulgações correspondentes, o CPC 46 estabelece uma hierarquia de valor justo que classifica em três níveis as informações aplicadas nas técnicas de avaliação utilizadas na mensuração do valor justo.

O nível 1 são preços cotados em mercados ativos para ativos ou passivos idênticos a que a entidade possa ter acesso na data da mensuração. De acordo com o CPC 46, o preço cotado em mercado ativo oferece a evidência mais confiável do valor justo e deve ser utilizado sem ajuste para mensurar o valor justo sempre que disponível. O nível 2 são informações que são observáveis para o ativo ou passivo, seja direta ou indiretamente, exceto preços cotados incluídos no Nível 1. Isto é, são preços cotados para ativos e passivos semelhantes em mercados ativos ou preços cotados para ativos ou passivos idênticos ou similares em mercados que não sejam ativos. Por fim, o nível 3 são dados não observáveis

para o ativo ou passivo, portanto, exige a utilização de técnicas de avaliação, tal como o fluxo de caixa descontado. A utilização desse nível implica em maior nível de subjetividade pelos avaliadores, uma vez que essas técnicas exigem a determinação do período em que os benefícios futuros venham ocorrer para a entidade (quando o período não for determinado) e a escolha de uma taxa de desconto.

Observa-se que a finalidade do valor justo é apresentar aos usuários das informações contábeis informações cada vez mais próximas da realidade econômica (relevantes). Portanto, a contabilidade a valor justo incorpora informações atualizadas em relação às condições e expectativas de mercado, podendo fornecer uma base mais robusta para a previsão de valores, quando se utiliza de *inputs* observáveis no mercado. Entretanto, quando inexitem dados observáveis no mercado para o objeto a ser mensurado, a confiabilidade das informações pode ser questionada (POON, 2004; BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 1996).

2.2. Relevância e Confiabilidade da Mensuração a Valor Justo

As pesquisas que avaliam a relevância das informações contábeis para o mercado de capitais são denominadas de estudos do *value relevance* (AMIR; HARRIS; VENUTTI, 1993). Os testes empíricos que visam analisar a relevância das informações contábeis costumam se concentrar nos coeficientes das variáveis contábeis estimados por modelos de avaliação. Se o coeficiente dos valores contábeis apresentarem significância estatística na determinação do valor de mercado das empresas, diz-se que a informação é *value relevance* (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001).

No que se refere aos trabalhos empíricos da relevância da mensuração a valor justo, verificou-se uma concentração na análise de ativos financeiros (BARTH, 1994; ECCHER; RAMESH; THIAGARAJAN, 1996; BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001; JING; LI, 2011). Barth (1994) concluiu que a valorização justa de títulos de investimento influencia o preço da ação, indicando que ela fornece informações adicionais aos investidores. Eccher, Ramesh e Thiagarajan (1996) analisaram a relevância do *fair value* da evidenciação de instrumentos financeiros em bancos norte-americanos e verificaram que a utilização do valor justo produz uma informação mais relevante.

Barth, Beaver e Landsman (2001), analisando várias pesquisas sobre o tema, concluíram que várias estimativas de valor justo de ativos e passivos financeiros são valores relevantes. Jing e Li (2011) examinaram a relevância da mensuração do valor justo para títulos para negociação, títulos mantidos até o vencimento e dos ganhos e perdas relacionados a tais títulos. Por meio de uma amostra composta por bancos comerciais chineses, no período de 2006 a 2008, os resultados empíricos afirmaram que os títulos de longo prazo mostraram-se menos relevante do que os outros títulos. As evidências demonstraram que o poder de explicação dos ganhos e perdas dos títulos mantidos para negociação apresentaram-se superiores aos demais. No mesmo contexto, Zeng *et al.* (2012) confirmaram que o *value relevance* dos instrumentos financeiros melhorou após a implementação do padrão IFRS na China, ou seja, com a adoção do valor justo.

De acordo com Laux e Leuz (2010), a confiabilidade da informação pode ser definida como o atributo que garante aos usuários uma mensagem livre de erro e de viés e que representa com fidedignidade o que se pretende informar. Sendo assim, a mensuração a valor justo, quando inexistente um mercado ativo para o elemento patrimonial a ser avaliado, envolverá a identificação de um mercado com negociação ativa para o elemento similar ou técnicas de avaliação que demandará a seleção de taxas de descontos apropriadas. Essas escolhas dependem, portanto, de premissas e julgamento por parte da contabilidade. São nessas circunstâncias que o próprio CPC 46 descreve que a confiabilidade da medida pode ser questionada.

Nesse sentido, alguns estudos têm apontado que a grande dificuldade na mensuração do valor justo de ativos refere-se àqueles em que não possuem um mercado ativo (HERBOHN; HERBOHN, 2006; ELAD, 2004). Os autores sustentam que, quando existe um mercado ativo, os preços disponíveis no mercado expressam a capacidade de geração de benefícios futuros ou, mais especificamente, geração de caixa desses ativos. Porém, na inexistência de um mercado ativo, as várias metodologias utilizadas para mensuração do valor justo são apontadas pelos autores, bem como opositores desse método como subjetivas e, portanto, de baixa confiabilidade.

Dietrich, Harris e Muller (2000) examinaram a confiabilidade das estimativas anuais obrigatórias do valor justo no Reino Unido para as propriedades para investimento. Os autores identificaram que as estimativas de avaliação do valor justo subestimam os preços reais desses ativos, porém são consideravelmente menos tendenciosos, bem como medidas mais precisas do que os respectivos custos históricos. Por fim, os autores demonstraram que a confiabilidade da avaliação estimada aumenta quando monitoradas por avaliadores externos e auditores independentes.

Carroll (2003) examinou a relevância e a confiabilidade do valor justo por meio de fundos mútuos fechados norte-americanos e encontrou associações significativas entre as métricas dos preços das ações e os valores justos dos títulos de investimento. Ele investigou vários tipos de fundos, com diferentes níveis de confiabilidade em relação às medidas do valor justo dos títulos de investimento e encontrou associação significativa para todos os tipos. Os resultados encontrados sugerem, ainda, que a relevância da mensuração do valor justo no ambiente em que foi realizada a pesquisa não é prejudicada por questões de confiabilidade.

Em um estudo mais recente, Nellesen e Zuelch (2011) analisaram a confiabilidade das estimativas do valor justo para as propriedades para investimentos de empresas europeias. Os autores verificaram que o valor contábil líquido geralmente empregado se afasta da capitalização de mercado das empresas. Os autores sugerem que esses desvios, medidos pela diferença entre o valor contábil e a capitalização do mercado, implicam na falta de confiabilidade nas estimativas do valor justo para as propriedades para investimentos devido às limitações de avaliações e a diversidade de abordagens aplicadas na avaliação.

3. METODOLOGIA

3.1. Amostra

Para a determinação da amostra da pesquisa, partiu-se de uma população composta por todas as empresas não financeiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa). Partiu-se desse universo de empresas pela disponibilidade de dados e por essas se enquadrarem nas necessidades metodológicas. As empresas financeiras não fizeram parte da população, por possuírem regulação específica, por serem altamente alavancadas e por possuírem uma estrutura patrimonial diferenciada, o que dificultaria o cálculo das variáveis ativo operacional e ativo financeiro (descritas a seguir). Portanto, essas empresas poderiam tornar a amostra ainda mais heterogênea e, possivelmente, distorcer os resultados.

Para a composição da amostra, exigiram-se das empresas as seguintes informações: valor de mercado no trimestre; informações necessárias para o cálculo das variáveis ativo operacional líquido, ativo financeiro líquido e lucro operacional anormal, conforme Quadro 2; os seguintes ativos financeiros avaliados a valor justo: i) títulos financeiros disponíveis para negociação de curto e longo prazo e ii) títulos financeiros mantidos para venda de curto e longo prazo; apresentar a previsão de lucro de analistas por trimestre.

Os dados referentes às informações contábeis foram coletados no banco de dados da Economática[®], já os dados referentes à previsão de lucro de analista foram coletados da base

de dados da *Thomson ONE Analytics*®. Os dados são originários dos demonstrativos contábeis referentes ao último trimestre de 2010, todos os trimestres de 2011 e o primeiro trimestre de 2012, uma vez que só a partir de 2010 as companhias de capital aberto passaram a apresentar suas demonstrações financeiras no modelo contábil IFRS. A utilização de períodos anteriores poderia distorcer a análise, tendo em vista que os procedimentos adotados internacionalmente ainda eram parciais.

Diante disso, o estudo aprecia um conjunto de dados de seis trimestres. Como o número de empresas que possuíam todos os ativos financeiros mensurados a valor justo ao mesmo tempo era muito limitado, utilizou-se um modelo de regressão, apresentados a seguir, para cada ativo (curto e longo prazo). Dessa forma, resultou-se um conjunto de seis amostras em função de cada ativo financeiro. O Quadro 1 resume a amostra para cada um deles após excluir as empresas que não possuíam o conjunto de critérios evidenciados acima.

Quadro 1 – Descrição da amostra por ativo.

Ativos avaliados a valor justo	Número de observações por trimestre						
	2010.4	2011.1	2011.2	2011.3	2011.4	2012.1	Total
Títulos disponíveis para venda no curto prazo	45	38	32	32	34	31	212
Títulos disponíveis para venda no longo prazo	21	19	23	18	16	16	113
Títulos mantidos para negociação no curto prazo	45	44	44	43	47	51	274
Títulos mantidos para negociação no longo prazo	17	12	13	14	13	16	85

3.2. Descrição dos Modelos

Para investigar a relevância e as evidências de confiabilidade da mensuração do valor justo dos ativos financeiros, utilizou-se o modelo de Feltham e Ohlson (1995), conforme o estudo de Dahmash, Durand e Watson (2009). Partindo do modelo de Ohlson (1995), evidenciado pela Equação 1, Feltham e Ohlson (1995) segregaram o patrimônio líquido contábil em ativos operacionais líquidos e ativos financeiros líquidos, conforme Equação 2, levando em consideração a premissa de que os ativos financeiros e os resultados financeiros estão num mercado perfeito. O valor contábil e o de mercado de tais ativos são iguais – portanto, os resultados anormais financeiros são sempre iguais à zero; não existe valor presente líquido diferente de zero em relação às atividades financeiras (LOPES; IUDÍCIBUS, 2012).

$$VME_t = PL_t + \alpha_1 LA_t + \alpha_2 OI_t \quad (1)$$

$$PL_t = AOL_t + AFL_t \quad (2)$$

Onde:

VME_t = valor de mercado da entidade no período t ;

PL_t = valor contábil do patrimônio líquido no período t ;

LA_t = lucros anormais do período t (lucro do período menos o patrimônio líquido defasado vezes uma taxa livre de risco);

OI_t = outras informações do período t .

AOL_t = ativos operacionais líquidos no período t ;

AFL_t = ativos financeiros líquidos no período t .

Focando nas variáveis de interesse do estudo (ativos financeiros avaliados a valor justo), observa-se que as mesmas são componentes dos ativos financeiros líquidos que, por conseguinte, integram o valor contábil do patrimônio líquido. Diante disso, com o objetivo de identificar os coeficientes das variáveis de interesse, desmembrou-se a variável ativos financeiros líquidos do modelo de avaliação de Feltham e Ohlson (1995), onde se separou os ativos financeiros líquidos mensurados a valor justo dos demais, conforme Equação 3:

$$VME_t = \alpha_1 + \alpha_2 AOL_{i,t} + \alpha_3 (AFL - \sum_{a=1}^i Avj)_{i,t} + \alpha_4 Avj_{a,t} + \dots + \alpha_5 Avj_{i,t} + \alpha_6 LOA_{i,t} + \alpha_7 OI_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Onde:

VME_t = valor de mercado da empresa i , no tempo t ;

$AOL_{i,t}$ = ativo operacional líquido da empresa i , no tempo t ;

$(AFL - \sum_{a=1}^i Avj)_{i,t}$ = ativo financeiro líquido total menos o somatório dos ativos financeiros avaliados a valor justo, onde “ a ” vai de 1 a i , no tempo t ;

$Avj_{a,t}$ = ativo não financeiro avaliado a valor justo “ a ” da empresa i , no tempo t ;

LOA_t = lucro operacional anormal, da empresa i , no tempo t (lucro do período antes dos juros menos o ativo operacional defasado vezes uma taxa livre de risco);

OI_t = “outras informações”;

ε_t = termo de erro;

$\alpha_2, \alpha_3, \alpha_4, \alpha_5, \alpha_6, \alpha_7$ = os coeficientes das variáveis do modelo que determinam o valor de mercado da empresa com base em informações contábeis e as “outras informações”. Onde, α_4 e α_5 são os coeficientes dos ativos financeiros mensurados a valor justo.

O objetivo da Equação 3 é identificar os coeficientes dos ativos financeiros avaliados a valor justo, onde estimam o valor de mercado das empresas a partir das informações contábeis. Como o número de empresas que possuíam os dois títulos financeiros (curto e longo prazos) no período em estudo é muito limitado, não foi possível operacionalizar a Equação 3 com os dois ativos inseridos no modelo de forma conjunta. Como forma de amenizar tal limitação, a análise foi conduzida para cada ativo, conforme Equações 4 a 7.

$$VME_t = \alpha_1 + \alpha_2 AOL_t + \alpha_3 (AFL - TDVcp)_t + \alpha_4 TDVcp_t + \alpha_5 LOA_t + \alpha_6 OI_t + \varepsilon_t \quad (4)$$

$$VME_t = \alpha_1 + \alpha_2 AOL_t + \alpha_3 (AFL - TDVlp)_t + \alpha_4 TDVlp_t + \alpha_5 LOA_t + \alpha_6 OI_t + \varepsilon_t \quad (5)$$

$$VME_t = \alpha_1 + \alpha_2 AOL_t + \alpha_3 (AFL - TDNcp)_t + \alpha_4 TDNcp_t + \alpha_5 LOA_t + \alpha_6 OI_t + \varepsilon_t \quad (6)$$

$$VME_t = \alpha_1 + \alpha_2 AOL_t + \alpha_3 (AFL - TDNlp)_t + \alpha_4 TDNlp_t + \alpha_5 LOA_t + \alpha_6 OI_t + \varepsilon_t \quad (7)$$

Onde:

$TDVcp_t$ = total dos títulos disponíveis para venda no curto prazo, no tempo t .

$TDVlp_t$ = total dos títulos disponíveis para venda no longo prazo, no tempo t .

$TDNcp_t$ = total dos títulos disponíveis para negociação no curto prazo, no tempo t .

$TDNlp_t$ = total dos títulos disponíveis para negociação no longo prazo, no tempo t .

Dessa forma, por meio das equações 4 a 7, é possível identificar os coeficientes de cada variável estudada de forma isolada com um número maior de observações, sem perda de graus de liberdade, por serem utilizadas menos variáveis explicativas. De acordo com os estudos do *value relevance*, quando a informação contábil tem impacto no preço das ações, é porque essa informação é relevante, pelo menos a certo nível de significância, para o mercado de capitais (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001). Dessa forma, como a metodologia apresentada utiliza as informações contábeis para determinar o valor de mercado das empresas e os ativos foram analisados de forma isolada dentro das Equações 4 a 7, a relevância da informação será verificada por meio da significância estatística de cada variável na explicação da variável dependente.

Sabe-se que a mensuração do valor justo recorre quase sempre ao mercado para a identificação de tal valor e, mesmo quando não se tem um mercado ativo, utiliza-se de um mercado similar (nível 2 de mensuração) ou de técnicas de avaliação (nível 3 de mensuração) para a estimação do mesmo. Dessa forma, partindo da premissa de que a mensuração foi

realizada de forma austera pela contabilidade, é de se esperar que, no momento em que os ativos financeiros são mensurados pelos seus valores justos, seus montantes informados pelas demonstrações contábeis estejam próximos aos seus valores do mercado (DAHMAH, DURAND; WATSON, 2009; FELTHAM; OHLSON, 1995).

Voltando para o modelo, mais precisamente para as Equações 4 a 7, a interpretação devida é que, quanto mais próximos de 1 (um) os coeficientes dos ativos avaliados a valor justo estiverem, mais a informação contábil estará próxima da estimativa da avaliação do mercado para o ativo e, da mesma forma, quanto mais distante os coeficientes estiverem de 1 (um), mais a informação contábil difere da avaliação estimada do mercado (DAHMAH, DURAND; WATSON, 2009).

Corroborando com Godfrey e Koh (2001) e Dahmash, Durand e Watson (2009), para o presente estudo, assumiu-se que a mensuração de um ativo é confiável se o coeficiente do mesmo, estimado pelos modelos de avaliação, não seja significativamente diferente de 1 (um), ou seja, parte-se do pressuposto que a variação de 1 (um) real do valor contábil seja, estatisticamente, equivalente a variação de 1 (um) real de valor de mercado que é à base de mensuração do valor justo. Frente a isso, analisou-se, por meio do teste de Wald, se a estimativa do valor dos ativos pelo mercado, por meio dos coeficientes, é estatisticamente diferente dos valores reportados pela contabilidade, ao nível de 5% de significância.

Outra abordagem metodológica com relação ao viés contábil na mensuração é com relação à mensuração conservadora ou agressiva. Conforme Dahmash, Durand e Watson (2009), quando os coeficientes das variáveis contábeis apresentam valores maiores que 1 (um), significa que a mensuração contábil foi suavizada, ou seja, foi realizada de forma conservadora. Da mesma forma, se o coeficiente da variável contábil apresentar valor inferior a 1 (um), denota que a mensuração foi percebida pelo mercado como agressiva. O Quadro 2 evidencia o cálculo das variáveis da pesquisa. As variáveis ativos operacionais líquidos e ativos financeiros líquidos foram calculadas com base nos trabalhos de Dahmash, Durand e Watson (2009) e Machado, Machado e Callado (2006), conforme disponibilidade de dados da *Economática*[®].

Quadro 2 – Definição das variáveis

Variável	Descrição	Definição/Cálculo	Sinal esperado
VME	Valor de mercado do capital próprio	Valor de mercado da empresa, no período t	
AOL	Ativos operacionais líquidos	Ativos operacionais - Passivos operacionais Ativos operacionais = Ativo total - Ativos financeiros Passivos operacionais = Passivo total (exceto PL) - Passivos financeiros Ativos financeiros = Caixa e equivalentes + Aplicações financeiras de curto prazo (Avaliadas a valor justo e ao custo amortizado) + Aplicações financeiras de longo prazo (Avaliadas a valor justo e ao custo amortizado) Passivos financeiros = Total de empréstimos e financiamentos de curto prazo + Dividendos a pagar curto prazo + Total de empréstimos e financiamentos de longo prazo + Dividendos a pagar longo prazo	+
AFL	Ativos financeiros líquidos	Ativos financeiros - Passivos financeiros Ativos financeiros = Conforme descrito acima Passivos financeiros = Conforme descrito acima	+
LOA	Lucro operacional anormal	$OEt - (r * NOAt - 1)$ OEt = Resultado operacional, no período t r = Custo médio ponderado do capital ou taxa livre de risco NOAt - 1 = ativos operacionais líquidos para o período t - 1	+
<i>TDN_{cp}</i>	Títulos disponíveis para negociação no curto prazo	Montante dos instrumentos financeiros mantidos para negociação no curto prazo, para o período t	+
<i>TDN_{lp}</i>	Títulos disponíveis para negociação no longo prazo	Montante dos instrumentos financeiros mantidos para negociação no longo prazo, para o período t	+
<i>TDV_{cp}</i>	Títulos disponíveis para venda no curto prazo	Montante dos instrumentos financeiros disponíveis para venda no curto prazo, para o período t	+
<i>TDV_{lp}</i>	Títulos disponíveis para venda no longo prazo	Montante dos instrumentos financeiros disponíveis para venda no longo prazo, para o período t	+
<i>OI</i>	Outras Informações	Previsão de analistas para lucros futuros no período $t + 1$, disponível na base da Thomson ONE Analytics®	+

Utilizou-se o valor da ação de maior volume das empresas três meses após a data de encerramento das demonstrações trimestrais, para garantir que as informações contábeis, quando relevantes, já estejam refletidas no preço, conforme premissa da Teoria dos Mercados Eficientes. Como procedimento de corte de liquidez, foram utilizadas a ação de maior volume de negociação, conforme índice de liquidez em bolsa, disponível pela base da Economática®, selecionando apenas as empresas que apresentaram o índice acima de 0,01%.

Para o cálculo do lucro operacional anormal, adotou-se como taxa livre de risco a média trimestral do rendimento da poupança. Tal escolha corrobora o arcabouço teórico de Ohlson (1995) e outros trabalhos que utilizaram o modelo de Ohlson (1995) no mercado brasileiro, tais como: Lopes, Sant'Anna e Costa (2007) e Coelho, Aguiar e Lopes (2011).

A variável denominada de outras informações no modelo de avaliação de Feltham e Ohlson (1995), segundo os autores do modelo, são fatos que irão afetar os resultados no futuro, mas que ainda não foram reconhecidos pela contabilidade. Portanto, de acordo com Dechow, Hutton e Sloan (1999), uma *proxy* consistente para essa variável é o consenso das previsões de analistas quanto aos lucros futuros, pois essas são estimativas de valores que irão afetar o resultado no futuro, mas que ainda não foram capturados pela contabilidade. Dessa forma, foram utilizadas, para este estudo, as previsões de lucro de analistas disponíveis na base da Thomson ONE Analytics® para o trimestre posterior ao de referência ($t + 1$).

3.3. Especificação do Modelo de Regressão

Inicialmente, foram realizados alguns testes, com o intuito de identificar o modelo mais adequado para os conjuntos de dados em painel desbalanceado, conforme Quadro 3. Observa-se que os resultados dos testes de especificação das equações 4 a 7 indicam que, para

todos os modelos, a melhor especificação foi a *POLS* (*Pooled Ordinary Least Square*), por isso não se aplicou o teste de Hausman. O modelo *POLS* representa uma regressão em sua forma mais convencional, ou seja, apresenta o intercepto e os parâmetros das variáveis explicativas para todas as observações ao longo do período em análise. Pressupõe-se, nesse modelo, que o coeficiente angular da variável explicativa é idêntico para todas as observações ao longo do tempo, ou seja, não leva em consideração a natureza de cada *cross-section* estudada (FÁVERO *et al.*, 2009).

Quadro 3 – Resultados dos testes de especificação dos modelos

	Teste F - Chow (Estatística)	Teste F - Chow (<i>p-value</i>)	Breusch-Pagan (Estatística)	Breusch-Pagan (<i>p-value</i>)	Teste de Hausman
Equação 4	1,59	0,163	0,25	0,621	Não se aplica
Equação 5	0,23	0,921	1,73	0,189	Não se aplica
Equação 6	2,53	0,051	1,64	0,200	Não se aplica
Equação 7	0,25	0,852	62,31	0,091	Não se aplica

4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Os resultados das regressões apresentados a seguir, foram estimados a partir das Equações 4 a 7, em que o objetivo foi captar evidências quanto à relevância e confiabilidade na mensuração dos títulos disponíveis para negociação e títulos disponíveis para venda, ambos de curto e longo prazo. A Tabela 1 evidencia os resultados da regressão estimada, utilizando AOL, AFL, LOA, TDNcp, TDVcp e PREV como variáveis explicativas e VM como variável dependente. Todas as variáveis foram padronizadas pela quantidade de ações em circulação.

Tabela 1 - Relevância e Confiabilidade dos Ativos Financeiros de Curto Prazo

Descrição	Equação 4 (TDVcp)	Equação 6 (TDNcp)
C	6,882 (0,000)	1,945 (0,682)
AOL	0,557 (0,000)	0,820 (0,001)
AFL	0,762 (0,000)	0,565 (0,009)
LOA	2,119 (0,001)	Excluída
TDNcp		2,144 (0,016)
TDVcp	1,119 (0,000)	
OI	1,438 (0,083)	Excluída
R ² Ajustado	0,766	0,764
Durbin-Watson	1,321	2,012
Teste F	0,000	0,000
Jarque-Bera	0,000	0,000
Teste de White	0,070	0,000
Teste Wald	0,583	0,198
Observações	212	274

Verifica-se que as regressões estimadas apresentaram significância estatística, ao nível de 1%, conforme *p-value* da estatística F. Obteve-se um R² ajustado para a Equação 4 de 0,764 e para a Equação 6 de 0,764. Esse coeficiente de determinação elevado corrobora outros estudos que também utilizaram o modelo de Feltham e Olhson (1995) (AMIR; KIRSCENHEITER; WILLARD, 1997; MYERS, 1999; AHMED; MORTON; SCHAEFER, 2000; DAHMASH; DURAND; WATSON, 2009) e indica que o modelo se ajustou bem ao conjunto de observações utilizadas.

Quanto aos testes realizados para examinar os pressupostos do modelo de regressão, pode-se verificar que o resultado do teste de White indica que a hipótese de que as variâncias dos resíduos são homocedásticas pode ser rejeitada, ao nível de 5% para a Equação 6, já para a Equação 4 o teste indica ausência de heterocedasticidade. De acordo com o teste de Durbin-Watson, rejeita-se a hipótese de autocorrelação dos resíduos para a Equação 6, porém, não rejeita-se tal hipótese para a Equação 4. Entretanto, no que se refere aos problemas de heterocedasticidade, os erros-padrão foram estimados com correção robusta de White. Já para os problemas de autocorrelação, utilizou-se da correção robusta de Newey-West

Por meio do teste de Jarque-Bera, a hipótese de que os resíduos se distribuem normalmente foi rejeitada, ao nível de significância de 5%. Entretanto, como o foco da regressão estimada é o de analisar apenas a relação entre as variáveis, ou seja, não é um modelo de previsão e, por isso, não é utilizado para inferir resultados, tal pressuposto pode ser relaxado (GUJARATI, 2011). Outra justificativa para relaxar a normalidade refere-se à teoria do limite central, onde, segundo Brooks (2002), ainda que os termos de erros não se distribuam normalmente, quando se utiliza grandes amostras, tal pressuposto pode ser relaxado.

Por fim, constatou-se que das equações iniciais (Equação 4 e 6), alguma variáveis apresentaram problemas de multicolineariedade, por isso, foram excluídas. Tal diagnóstico foi observado por meio da estatística Variance Inflation Factor (VIF). Para tanto, assumiu-se como problema de multicolineariedade, quando a estatística VIF apresentasse valor superior a 10 (GUJARATI, 2011). Optou-se por excluir as variáveis que apresentaram problemas de multicolineariedade, pelo fato dessas poderem apresentar coeficientes angulares distorcidos, prejudicando assim, a compreensão do real efeito da variável independente sobre o comportamento da variável dependente e, além disso, os erros-padrão podem apresentar-se maiores, os estimadores podem apresentar-se menos eficientes e ainda pode superestimar o coeficiente de determinação (BROOKS, 2002).

Por meio do p-valor da estatística *t*, verifica-se que todas as variáveis independentes apresentaram-se significativas, ao nível de 5%, exceto OI da Equação 4, e com o sinal esperado. Tal resultado sugere que o montante dos Títulos Disponíveis para Negociação e Disponível para Venda, classificados no curto prazo, possuem *value relevance* na determinação do valor de mercado das empresas. Esses resultados confirmam alguns estudos anteriores que apresentaram evidências de que instrumentos financeiros de curto prazo, avaliados a valor justo são informações relevantes para o mercado de capitais (BARTH, 1994; KHURANA; KIM, 2003; JING; LI, 2011; ZENG *et al.*, 2012).

Conforme discutido na metodologia, se a estimação do mercado, no que se refere às informações dos ativos mensurados a valor justo, for estatisticamente igual à informação apresentada pela contabilidade (verificado pelo coeficiente de inclinação da variável), infere-se pela evidência de que a informação é confiável (DAHMAHSH; DURAND; WATSON, 2009). Para isso, fez-se o uso do teste de Wald, onde se testou a hipótese de que o coeficiente de inclinação das variáveis TDNcp e TDVcp é estatisticamente igual a um. Com um p-valor maior do que 0,05, não se rejeita tal hipótese. Portanto, as evidências indicam que a estimação do mercado para os Títulos Disponíveis para Negociação e Disponíveis para Venda, classificados no curto prazo, é estatisticamente igual ao valor apresentado pela contabilidade. Tal evidência já era esperada, haja vista que grande parte dos títulos financeiros de curto prazo são negociados com frequência em bolsa, ou seja, possui um mercado ativo, o que facilita a mensuração do valor justo e, por consequência, diminui as possibilidades de vieses na avaliação.

No que se refere às evidências de viés contábil na mensuração, a outra abordagem metodológica que pode ser realizada, conforme o estudo de Dahmash, Durand e Watson (2009), é da avaliação conservadora ou agressiva. Isto é, embora o teste de Wald tenha

indicado que os coeficientes de inclinação das variáveis TDNcp e TDVcp sejam estatisticamente iguais a um, os seus valores absolutos foram de 2,144 e 1,119, respectivamente. Isso indica que, na perspectiva do mercado, a informação dos TDVcp é vista com um viés conservador, ou seja, para cada 1 real referente a esse ativo divulgado pela contabilidade, o mercado atribuiu 1,119 reais (DAHMAH; DURAND; WATSON, 2009).

Da mesma forma, para cada 1 real referente aos TDNcp reportado pela contabilidade, o mercado atribuiu 2,144 real, indicando um maior grau de conservadorismo, isso na perspectiva do mercado. Frente a isso, verifica-se que a mensuração dos TDVcp se aproxima mais da estimativa do mercado do que os TDNcp. A evidência de que a informação referente aos TDNcp seja visualizada pelo mercado como conservadora pode ser explicada no sentido de que a contabilidade talvez não tenha sido tempestiva na atualização de tais informações, fazendo com que essa seja evidenciada com certo nível de defasagem, isso na hipótese de um período de mercado aquecido para esses ativos (YANG; ROHRBACH; CHEN, 2005).

A Tabela 2 evidencia os resultados da regressão estimada referente às Equações 5 e 7, na qual avalia a relevância e a confiabilidade dos Títulos Disponíveis para Negociação e Disponíveis para venda, ambos de Longo Prazo, mensurados a valor justo. Observa-se que as regressões estimadas apresentaram significância estatística, ao nível de 1%, conforme p-valor da estatística *F*. O R^2 Ajustado obtido pela Equação 7 foi de 0,466, indicando que 46,6% das variações no valor de mercado das empresas que compõem a amostra foram explicadas pelas variáveis explicativas do modelo. Da mesma forma, o R^2 ajustado obtido pela Equação 5 foi de 0,441, evidenciando que 44,1% das variações no valor de mercado das empresas, que compõem esse conjunto de observações, são explicadas pelas variações das variáveis explicativas.

Tabela 2 - Relevância e Confiabilidade dos Ativos Financeiros de Longo Prazo

Descrição	Equação 5 (TDVlp)	Equação 7 (TDNlp)
C	11,280 (0,001)	0,222 (0,693)
AOL	0,309 (0,048)	1,290 (0,246)
AFL	0,295 (0,046)	0,565 (0,009)
LOA	Excluída	12,309 (0,002)
TDNlp		2,816 (0,578)
TDVlp	0,369 (0,793)	
OI	7,903 (0,005)	6,096 (0,402)
R^2 Ajustado	0,420	0,466
Durbin-Watson	0,547	1,277
Teste F	0,000	0,000
Jarque-Bera	0,000	0,000
Teste de White	0,041	0,000
Teste Wald	-	-
Observações	113	85

No que diz respeito aos pressupostos do modelo de regressão, verifica-se, por meio do teste de Jarque-Bera, que a hipótese de distribuição normal dos resíduos foi rejeitada. Porém, como discutido anteriormente, para a finalidade com a qual os modelos foram estimados, tal pressuposto pode ser relaxado. Por meio do teste de White, constatou-se a presença de heterocedasticidade e, por meio da estatística de Durbin-Watson, verificou-se a presença de autocorrelação dos resíduos. Entretanto, para ambos os problemas, foi utilizada a correção de

Newey-West, que corrige os erros-padrão dos coeficientes, tornando-os robustos para tais violações (GUJARATI, 2011).

Verifica-se, por meio da estatística t , que da Equação 5 apenas AOL e AFL apresentaram-se significativas ao nível de 5% e com o sinal esperado e da Equação 7 apenas AFL e LOA, ao nível de 5% e 1%, respectivamente. Dessa forma, como os Títulos Disponíveis para Venda e Disponíveis para Negociação, classificados no longo prazo, não apresentaram significância estatística na determinação do valor das empresas, conclui-se pela ausência de evidências de que os mesmos não sejam valores relevantes para o mercado de capitais (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001; LANDSMAN, 2007).

Uma possível justificativa para tais resultados é a de que alguns desses títulos podem não possuir um mercado ativo para sua mensuração. Logo, utilizam-se dos outros níveis de mensuração que são suscetíveis a não refletirem a situação econômica do ativo e, por consequência, de não se apresentarem como relevantes (POON, 2004). Para alguns autores, a ausência de relevância das informações mensuradas a valor justo, que segundo os órgãos normativos (IABS; FASB; CPC) é medida que mais deveria se aproximar da realidade econômica dos elementos patrimoniais, é atribuída à falta de confiabilidade da mensuração (BARTH, 1994; BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 1996; DAHMASH; DURAND; WATSON, 2009).

Tal evidência converge com alguns achados do estudo de Khurana e Kim (2003) e Jing e Li (2011). Khurana e Kim (2003) verificaram que alguns títulos financeiros, por não serem negociados ativamente, muitas vezes envolve mais subjetividade em relação aos métodos e pressupostos usados na estimativa de seus valores justos e, por isso, compromete a relevância de tais informações. Os autores evidenciaram ainda que nas situações de ausência de um mercado ativo ou similar, a mensuração a custo histórico apresentou-se mais relevante do que a mensuração a valor justo. No mesmo sentido, Jing e Li (2011) apresentaram evidências de que títulos de longo prazo são menos relevantes do que títulos classificados no curto prazo.

Tendo em vista que as evidências sustentam que as variáveis TDNlp e TDVlp não se mostraram significativas, o teste de wald não foi realizado, nesse caso. Dessa forma, sugere-se que a mensuração dos Títulos Disponíveis para Negociação, classificados no Longo Prazo, pode ser visto pelo mercado como não confiáveis ou o montante dessas informações são pouco representativas (BARTH, 1994).

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em meio às mudanças nas práticas contábeis que vem ocorrendo no Brasil, em função da convergência das normas locais para as internacionais, destaca-se a ampliação da adoção do valor justo para mensuração de ativos. Entretanto, a adoção desse critério de mensuração é um tema de debate. As discussões em torno da utilização desse critério, em detrimento de outros critérios tradicionais, tal como o custo histórico, refere-se à relevância da informação versus a confiabilidade de sua mensuração (POON, 2004; LANDSMAN, 2007).

Diante dessa discussão que aborda as características que a atual estrutura conceitual do IABS e do CPC classificam como fundamentais para a utilidade da informação contábil, o objetivo do presente estudo foi o de analisar se as informações contábeis referentes a ativos financeiros de curto e longo prazo, mensurados a valor justo, são valores relevantes e apresentam evidências de mensuração confiável na perspectiva do mercado de capitais brasileiro.

Em relação aos títulos de curto prazo, TDNcp e TDVcp, verificou-se que ambos apresentaram significância estatística na determinação do valor de mercado das empresas, sugerindo que os mesmos são valores relevantes para o mercado (perspectiva externa). Tais

evidências confirmam que a mensuração a valor justo dos títulos de curto prazo pode ter contribuído no sentido de aproximar à informação contábil a realidade econômica desses títulos e, por consequência, ter sido percebida pelo mercado, corroborando, assim, alguns estudos anteriores (BARTH, 1994; KHURANA; KIM, 2003; JING; LI, 2011; ZENG et al., 2012).

No que se refere à confiabilidade na mensuração dos títulos de curto prazo, as evidências demonstraram que a mensuração do valor justo para ambos os títulos de curto prazo é visualizada pelo mercado como conservadora, porém esse nível de conservadorismo não interferiu na confiabilidade dessas informações. Assim, as evidências sustentam que os Títulos Disponíveis para Negociação e os Títulos Disponíveis para Venda, ambos de curto prazo, são visualizados pelo mercado como relevantes e ao mesmo tempo como informações confiáveis.

Ao contrário das evidências obtidas referentes à relevância dos títulos de curto prazo, os títulos de longo prazo, TDNlp e TDVlp, não apresentaram significância estatística na determinação do valor de mercado das empresas, portanto, não possuem value relevance. Essas evidências corroboram alguns estudos anteriores que também identificaram que alguns títulos financeiros mensurados a valor justo não se apresentaram como valores relevantes para o mercado (KHURANA; KIM, 2003; JING; LI, 2011). Uma possível explicação para as evidências de ausência de relevância dos títulos de longo prazo é a de que a mensuração pode ser vista pelo mercado como não confiável ou o montante dessas informações são pouco representativas.

Por fim, ressalta-se que a presente pesquisa não teve a intenção de avaliar qual o melhor critério de mensuração, se valor justo ou custo histórico, mas o de avaliar se a mensuração a valor justo de ativos financeiros por empresas não financeiras fornece ao mercado de capitais brasileiro informações relevantes e ao mesmo tempo livres de vieses contábeis.

REFERÊNCIAS

- AHMED, A. S; MORTON, R. M; SCHAEFER, T. F. Accounting conservatism and the valuation of accounting numbers: Evidence on the Feltham-Ohlson (1996) model. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 15, n. 3, p. 271–292, 2000.
- AMIR, E.; HARRIS, T .S; VENUTTI, E. K. A comparison of value relevance of US versus non-US-GAAP accounting measures using Form 20-F reconciliations. **Journal of Accounting Research**, v. 31, p. 230–264, 1993.
- 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. n. 1-3, p. 77-104, 2001.
- BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. Value-relevance of banks fair value disclosures under SFAS 107. **The Accounting Review**, v.71, p. 513–537, 1996.
- BARTH, M. Fair Value Accounting: Evidence from Investment Securities and the Market Valuation of Banks. **The Accounting Review**, v. 69, n. 1, p. 1-25, 1994.
- BROOKS, C. **Introductory econometrics for finance**. Cambridge: Cambridge University Press, 2002.
- CARROL, T. T. L. Fair value accounting: evidence from closed-end mutual funds. **Working Paper**, university of Illinois, 2003.

- COELHO, A. C.; AGUIAR, A. B.; LOPES, A. B. Relationship between abnormal earnings persistence, industry structure, and market share in Brazilian public firms, **Brazilian Administration Review**, v.8, n.1, p.48-67, 2011.
- DAHMASH, F. N.; DURAND, R. B.; WATSON, J. The value relevance and reliability of reported goodwill and identifiable intangible assets. **The British Accounting Review**, v. 41, n. 2, p. 120-137, jun., 2009.
- DECHOW, P. M.; HUTTON A. P.; SLOAN R. G. An Empirical Assessment of the Residual Income Valuation Model. **Journal of Accounting and Economics**, v. 26, n. 1-3, p. 1-34, 1999.
- DIETRICH, J. R.; HARRIS, M. S.; MULLER, K. A. The reliability of investment property fair value estimates. **Journal of Accounting and Economics**, v. 30, n. 2, p. 125-158, 2000.
- ECCHER, E. A.; RAMESH, K.; THIAGARAJAN, S. R. Fair value disclosures by bank holding companies. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, n. 1-3, p. 79-117, 1996.
- ELAD, C. Fair Value Accounting in the Agricultural Sector: some implications for international accounting harmonization. **European Accounting Review**, v. 13, n.4, p. 621 – 641, 2004.
- FÁVERO, L. P. *et al.* **Análise de Dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- FELTHAM, G. A.; OHLSON, J. A. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, n. 2, p. 689–731, 1995.
- GODFREY, J., KOH, P. The relevance to firm valuation of capitalising intangible assets in total and by category. **Australian Accounting Review**, v. 11, n.2, p. 39-49, 2001.
- GUJARATI, D. N. *Econometria Básica*. 5ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2011.
- HERBOHN, K.; HERBOHN, J. **International Accounting Standards (IAS) 41**: what are the implications for reporting forest assets? *Small-scale Forest Economics, Management and Policy*, 2006. Disponível em: <http://www.springerlink.com/content/c6215n132317/>. Acesso em: 11/06/2012.
- JING, L.; LI, B. The Value Relevance of Fair Value Measures for Commercial Banks: evidences from the Chinese bank industries. **International Research Journal of Finance and Economics**, v. 60, n. 2, p. 86-93, 2011.
- KHURANA, I. K.; KIM, M. S. Relative value relevance of historical cost vs. fair value: Evidence from bank holding companies. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 22, n.1, p. 19-42, 2003.
- LANDSMAN, W. R. Is Fair Value Accounting Information Relevant and Reliable? Evidence from Capital Market Research. **Accounting and Business Research**, Special Issue: International Accounting Policy Forum, pp. 19–30, 2007.
- LAUX, C.; LEUZ, C. Did Fair-Value Accounting Contribute to the Financial Crisis? **Journal of Economic Perspectives**, v. 24, n. 1, p. 93-118, 2010.
- LOPES, A. B.; IUDÍCIBUS, S. de (Coordenadores). **Teoria Avançada da Contabilidade**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- LOPES, A. B.; SANT'ANNA, D. P. de; COSTA, F. M. da. A Relevância das informações contábeis na Bovespa a partir do arcabouço teórico de Olhson: avaliação dos modelos de

Residual Income Valuation e Abnormal Earnings Growth. **R.Adm**, v. 42, n. 4, p. 497-510, 2007.

MACHADO, M. A.; MACHADO, M. R.; CALLADO, A. L. C. Análise dinâmica e o financiamento das necessidades de capital de giro das pequenas e médias empresas localizadas na cidade de João Pessoa, PB: Um estudo exploratório. *BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, v. 3, n. 2, p. 139 – 149, 2006.

MYERS, J. N. Implementing residual income valuation with linear information dynamics. **Accounting Review**, v. 74 n. 1, p. 1–28, 1999.

NELLESSEN, T.; ZUELCH, H. The reliability of investment property fair values under IFRS. **Journal of Property Investment & Finance**, v. 29, n. 1, p. 59-73, 2011.

OHLSON, J. A., Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, v. 11, p. 661-687, 1995.

POON, W. W. Using fair value accounting for financial instruments. **American Business Review**, v.22, n.1, 2004.

ZENG, X.; GUO, X.; YANG, C. T.; XIONG, Y. Value Relevance of Financial Assets' Fair Values: Evidence from Chinese Listed Companies. **African Journal of Business Management**, v. 6, n. 12, p. 4445-4453, 2012.