



ASSOCIAÇÃO DE POLITÉCNICOS DO NORTE (APNOR)

INSTITUTO POLITÉCNICO DE BRAGANÇA

MENSURAÇÃO DAS PROPRIEDADES DE INVESTIMENTO:

Determinantes da Escolha entre o Modelo do Custo e o do Justo Valor

Wandilay Jacinto Semedo

*Dissertação apresentada ao Instituto Politécnico de Bragança para obtenção do
Grau de Mestre em Contabilidade e Finanças.*

Orientado pela Professora Doutora Amélia Maria Martins Pires

Bragança, Setembro, 2014



ASSOCIAÇÃO DE POLITÉCNICOS DO NORTE (APNOR)

INSTITUTO POLITÉCNICO DE BRAGANÇA

MENSURAÇÃO DAS PROPRIEDADES DE INVESTIMENTO:

Determinantes da Escolha entre o Modelo do Custo e o do Justo Valor

Wandilay Jacinto Semedo

Orientado pela Professora Doutora Amélia Maria Martins Pires

Bragança, Setembro, 2014

RESUMO

Com o fenómeno da globalização da economia surgiu a necessidade de aproximar os sistemas contabilísticos a nível mundial de forma a garantir a comparabilidade das demonstrações financeiras. Neste contexto, este estudo procura conhecer as práticas de valorização seguidas pelas empresas portuguesas relativamente à mensuração das propriedades de investimento. Mais concretamente, procurar identificar os determinantes da escolha entre o custo e o justo valor.

Assim, e tomando por base uma amostra de 114 empresas sediadas e/ou legalmente registadas em Portugal, no período de 2012, procurou-se (i) identificar nas demonstrações financeiras dessas entidades ativos não correntes classificados como propriedades de investimento, (ii) identificar aquelas em que tais ativos se encontram valorizados ao justo valor e (iii) testar empiricamente os fatores explicativos que podem influenciar a decisão da opção entre o custo e o justo valor.

Os resultados obtidos revelaram que a maioria das empresas, cerca de 55%, adota o critério do custo histórico na valorização das propriedades de investimento e a estimação do modelo *logit* sugere que fatores como o plano de bônus, o setor financeiro e a maior proporção de administradores independentes no quadro de administração influenciam positivamente a opção pelo justo valor e que a dimensão, o endividamento, a estrutura acionista e o tipo de auditor não se revelaram fatores explicativos na escolha do modelo de mensuração das propriedades de investimento.

Palavras-chave: mensuração, propriedade de investimento, custo histórico e justo valor.

RESUMEN

Con el fenómeno de la globalización económica surgió la necesidad de adecuar los sistemas de contabilidad en todo el mundo con el fin de garantizar la comparabilidad de los estados financieros. En este contexto este estudio busca comprender las prácticas de valoración seguidas por las empresas portuguesas con respecto a la medición de las propiedades de inversión, buscando identificar los factores determinantes de la elección entre el costo y el valor razonable.

Por lo tanto, a partir de una muestra de 114 empresas con sede y / o legalmente registradas en Portugal, durante el año 2012, hemos tratado de (i) identificar en los estados financieros de estas entidades los activos clasificados como propiedades de inversión, (ii) identificar aquellas en las que tales activos se valoran por su valor razonable, y (iii) probar empíricamente cuáles son los factores explicativos que pueden influir en la elección entre el costo y el valor razonable.

Los resultados revelaron que la mayoría de las empresas, alrededor del 55%, adopta el criterio del coste histórico en la valoración de las inversiones inmobiliarias y la estimación del modelo logit sugiere que factores tales como el plan de bonos, el sector financiero y la menor proporción de directores independientes en el órgano de gestión influyen positivamente en la opción por el valor razonable. A la vez, el tamaño, la deuda, la estructura del cuerpo accionario y el tipo de auditor no se revelan factores explicativos en la elección del método de medición de las propiedades de inversión.

Palabras claves: Medición, inversiones inmobiliarias, coste histórico y valor razonable.

ABSTRACT

The phenomenon of economic globalization created a need for harmonization of the accounting systems around the world in order to ensure the comparability of financial statements. In this context, this study seeks to understand the practices followed by Portuguese company's valuation concerning the evaluation of investment properties. Specifically seek to identify the determinants of the choice between cost and fair value.

Based on a sample of 114 companies registered in Portugal, in 2012, we sought to (i) identify the financial statements of these entities investment properties, (ii) identify those in which such assets are measured at fair value, and (iii) test empirically the explanatory factors that may influence the decision of choosing between cost and fair value.

The results revealed that most companies, about 55%, adopt the criterion of historical cost in the valuation of investment properties. The estimation of logit model suggests factors such as the bonus plan, the financial sector and the lowest proportion of independent directors on the board positively influence the fair value option. The size of the companies, their level of debt, the shareholder structure and the type of auditor is not revealed explanatory factors in choosing method of measurement of investment properties.

Keywords: measurement, investment properties, historical cost and fair value.

AGRADECIMENTOS

No momento de concluir mais um percurso da minha vida académica quero agradecer a todos aqueles que me deram força e ânimo e convergiram que que tal fosse possível.

Nesta fase dos agradecimentos é usual cometerem-se algumas injustiças por dificuldade de enunciar todos aqueles a quem, no decorrer deste percurso, tive de recorrer. Nesse âmbito, e sem querer definir qualquer tipo de hierarquia, sinto o dever de sublinhar o apoio prestado pela minha orientadora, Professora Doutora Amélia Pires, pela disponibilidade, apoio e partilha de conhecimentos e pela Professora Doutora Alcina Nunes, pela disponibilidade incondicional para me ajudar na análise econométrica, sem a qual os resultados apresentados neste trabalho não teriam o mesmo alcance e profundidade.

Ao longo deste tempo foi indispensável o apoio da família, mesmo estando longe, e dos amigos, fundamentais para arranjar força e manter o equilíbrio necessários para poder trabalhar.

São muitos aqueles por quem neste momento sinto uma profunda dívida de gratidão pelo que, a todos os que, de uma forma ou de outra, estiveram comigo e me apoiaram ao longo deste percurso, o meu bem hajam.

ÍNDICE

RESUMO.....	i
RESUMEN.....	ii
ABSTRACT.....	iii
LISTA DE ABREVIATURAS.....	vi
ÍNDICE DE GRÁFICOS.....	vii
ÍNDICE DE TABELAS.....	viii
INTRODUÇÃO.....	1
CAPÍTULO I - ENQUADRAMENTO TEÓRICO.....	4
1.1. Teorias de Contabilidade.....	5
1.1.1. Teoria Positiva de Contabilidade.....	5
1.1.2. Teoria de Conservantismo.....	6
1.2. Opções Valorimétricas Vertidas nas Normas: Análise do Critério Dominante.....	7
1.2.1. Características distintivas da corrente anglo-saxónica.....	7
1.2.2. A Reforma na União Europeia: Fundamentos para a Mudança de Paradigma Valorimétrico.....	9
1.3. Tratamento contabilístico dos investimentos em propriedades: fundamentos subjacentes.....	12
1.3.1. No normativo contabilístico: análise da IAS 40.....	12
1.3.2. Opção pelo justo valor e o seu impacto ao nível da informação financeira.....	16
1.4. Fontes Empíricas.....	17
CAPÍTULO II – COMPONENTE EMPÍRICA.....	21
2.1. Definição da amostra e recolha de dados.....	22
2.2. Desenvolvimento das Hipóteses de estudo.....	23
2.3. Definição das Variáveis Explicativas.....	28
2.4. Método Estatístico.....	31
2.5. Análise e Discussão dos Resultados.....	33
2.5.1. Análise Estatística Descritiva.....	33
2.5.2. Análise Econométrica – Modelo <i>Logit</i>	36
2.5.3. Discussão dos Resultados.....	38
CONCLUSÕES E FUTURAS LINHAS DE INVESTIGAÇÃO.....	43
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	46
ANEXO.....	51

LISTA DE ABREVIATURAS

C_G – Compensação dos Gestores

CEA – Concentração de Estrutura Acionista

CH – Custo Histórico

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

DF - Demonstrações Financeiras

EC - Estrutura Conceptual

FI – Financial Industries

IG – Independência dos Gestores

IAS - International Accounting Standards

IASB - International Accounting Standards Board

IFRS - International Financial Reporting Standard

JV – Justo Valor

Ln_AI – Logaritmo Ativo Líquido

NCRF – Norma Contabilística e de Relato Financeiro

P/CP – Passivo / Capital Próprio

POC - Plano Oficial de Contabilidade

SNC - Sistema de Normalização Contabilística

TPC - Teoria Positiva da Contabilidade

TC - Teoria do Conservantismo

UE - União Europeia

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Aplicação de Critérios Valorimétricos PSI20 (IAS 40).....	36
--	----

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1: Definição das Propriedades de Investimento	13
Tabela 2: Mensuração de Propriedades de Investimento	16
Tabela 3: Resumo dos estudos incluídos na literatura sobre as opções de mensuração das Propriedades de investimento.....	20
Tabela 4: Resumo das Hipóteses de Investigação.....	28
Tabela 5: Definição operacional das variáveis explicativas.....	30
Tabela 6: Estatísticas descritivas das variáveis explicativas	33
Tabela 7: Opções de valorimetria para as Propriedades de Investimento	35
Tabela 8: Emitente de Certificação Legal de Contas.....	35
Tabela 9: Resultado estimado para a probabilidade de adoção do critério do justo valor, por Variável Independente	37
Tabela 10: Discussão e Comparação dos Resultados	42

INTRODUÇÃO

A importância de se ter uma informação financeira que responda às exigências dos seus utentes está no mesmo sentido do papel que a contabilidade tem de cumprir, na defesa do equilíbrio do sistema social, ou seja, garantir a transparência dos resultados das operações e da valorização dos elementos que integram o património das unidades económicas. No entanto, ao nível planetário, as práticas e sistemas contabilísticos apresentam diferenças, quando não mesmo divergências, no reconhecimento e valorização de determinados factos, levando à obtenção de resultados diferentes consoante o modelo normativo e/ou sistema contabilístico de suporte à elaboração da informação financeira.

Porém, a globalização das relações económicas lançou o desafio e colocou a necessidade de se estabelecer um conjunto de mecanismos que permitam alcançar, no contexto contabilístico internacional, um adequado nível de uniformidade na informação financeira que utilizam as empresas. Nesta concordância, e porque a estratégia seguida pela União Europeia (UE), em termos de normalização contabilística, falhou, houve necessidade de redefinir posições e apresentar novas soluções. O novo caminho traçado passa pelo estabelecimento de uma colaboração mais estreita com o *International Accounting Standards Board* - IASB (Pires, 2008). Deste modo, a UE preconizou, através do Regulamento 1606/2002, a obrigatoriedade da adoção das normas do IASB nas contas consolidadas de todas as empresas cotadas em bolsas europeias, o mais tardar a partir de janeiro de 2005. A finalidade desta imposição visa promover (i) uma maior harmonização contabilística entre os países europeus, (ii) uma melhoria da qualidade do relato financeiro das empresas dos estados membros, (iii) o aumento da comparabilidade e da transparência entre empresas e (iv) o desenvolvimento de um mercado de capitais único na Europa (Conceição, 2009).

Este processo de mudança abre uma enorme oportunidade no campo da investigação contabilística, seja ao nível do reconhecimento, da mensuração quer da própria divulgação, ainda que o aspeto de maior acutilância seja o da sua mensuração. É no quadro da mensuração que se inscreve o objeto de estudo deste trabalho, mais concretamente na definição dos critérios de medida a utilizar aquando do reconhecimento, quer no momento inicial quer subsequente, dos investimentos em propriedade imobiliária. Recordamos que a mensuração dos investimentos neste tipo de ativos foi durante vários anos objeto de ampla controvérsia. Não é por isso de estranhar que a evolução experimentada pela transição do Plano Oficial de Contabilidade (POC) para o Sistema de Normalização Contabilística (SNC) tenha ditado um ponto de viragem, quer ao nível da sua classificação, ao passarem a ser qualificados como “propriedades de investimento”, quer ao nível da mensuração, com o normativo a determinar que se valorizem ao justo valor.

O normativo internacional, de cariz anglo-saxónico, privilegia, desde uma perspetiva histórica, a utilização do justo valor, ainda que sem vedar a possibilidade de as empresas poderem optar entre o modelo do custo e o do justo valor, enquanto que na Europa, onde os normativos são geralmente de influência continental, a mensuração é usualmente suportada na adoção do modelo

do custo (Demaria & Dufour, 2007). Porém, com a crescente influência das normas internacionais temos vindo a assistir à introdução do justo valor em áreas onde o custo histórico era dominante. Esta afirmação tem fundamento na medida que a filosofia do IASB, recentemente adotada pela UE tem vindo a redirecionar os sistemas contabilístico dos diferentes países e a colocarem uma maior ênfase na adoção do justo valor (Fonseca, 2007; Cairns, 2006; Lemos & Rodrigues, 2007 e Bertoni & DeRosa, 2005). A discussão sobre a adoção de determinados critérios valorimétricos tem sido um tema amplamente debatido e envolto em alguma controvérsia. A polémica continua a ser alimentada, ainda que suportada numa discussão saudável, sobre as vantagens e desvantagens na aplicação de um ou outro critério, custo e justo valor, preconizados em ambos os normativos, nacional (Norma Contabilística e de Relato Financeiro – NCRF) e (*International Accounting Standards/International Financial Reporting Standard - IAS/IFRS*).

A adoção das IAS/IFRS, em 2005, por parte das empresas europeias cotadas e que consolidam criou uma oportunidade única para se estudar os diferentes fatores explicativos do exercício de opção das práticas contabilísticas em função das alternativas oferecidas pelas normas (Demaria & Dufour, 2007). Apesar de durante muitos anos algumas empresas europeias terem adotado voluntariamente as IAS/IFRS (Jermakowicz & Gornik-Tomaszewski, 2006) os estudos que têm procurado identificar as razões das opções sobre as políticas contabilísticas, em função das alternativas oferecidas pelas normas não são muitos. Permitimo-nos citar, neste particular, os trabalhos desenvolvidos por Demaria e Dufour (2007), KPMG (2006) e Comissão Europeia (2007). Neste sentido, o estudo destas questões apresenta alguma relevância e oportunidade, seja para procurar identificar a resposta dada das empresas portuguesas ao novo contexto normativo, seja pelo facto de existir pouca investigação sobre esta temática, tanto em Portugal como nos países que, como nós, adotaram as IAS/IFRS mais recentemente (Demaria & Dufour, 2007 e Comissão Europeia, 2007).

A introdução do justo valor preconiza uma mudança de paradigma contabilístico, o que faz com que, não obstante o IASB permitir e incentivar o uso do justo valor de forma quase que generalizada, a escolha não seja pacífica. Conhecer e compreender as razões dessas escolhas é essencial para que possamos compreender o impacto produzido com a mudança de normativo ao nível da informação financeira. E tanto mais que a adoção do justo valor (JV), em detrimento do custo histórico (CH), se traduziu na prática que mais desacordo trouxe ao mundo do relato financeiro (Pires, 2008).

Foi precisamente neste desacordo que encontramos suficiente justificação e motivação para a realização deste trabalho, que apresenta como objetivo geral o de procurar identificar os fatores que determinam ou que sejam passíveis de determinar a escolha entre o modelo do custo e o modelo do justo valor na mensuração das propriedades de investimento. É, pois, com base neste propósito que se encaminhou esta investigação que se encontra estruturada, para além desta introdução e das conclusões extraídas sobre a tese de partida, a mensuração das propriedades de investimento, determinantes da escolha entre o custo e o justo valor, em duas grandes partes ou

secções. A sequência que se propõe assenta no pressuposto da sistematização do conhecimento já produzido, que compreende a primeira parte, consubstanciada numa análise teórica suscetível de nos permitir discutir que fatores poderão determinar ou ser passíveis de poderem determinar a escolha entre o modelo do custo e o modelo do justo valor, e no desenvolvimento de um trabalho empírico, a que corresponde a segunda parte, de aplicação a um conjunto de empresas com a finalidade de, no mínimo, se procurar obter evidência que nos ajude a compreender as razões que presidem e/ou determinam a opção pelo critério valorimétrico. Assim, a primeira parte, que se intitula de “enquadramento teórico”, compreende uma sistematização dos aspetos teóricos relacionados com as opções valorimétricas preconizadas pelas IAS/IFRS. Para tal, começamos por apresentar algumas das teorias contabilísticas suscetíveis de nos ajudar a justificar e compreender as escolhas de determinadas políticas contabilísticas. Abordaremos, neste particular, os fundamentos da Teoria Positiva da Contabilidade (TPC) e da Teoria do Conservantismo (TC). Seguidamente, procuraremos discutir os aspetos de maior acuidade no trabalho de normalização contabilística, levada a cabo pelos organismos normalizadores, com particular incidência naqueles que se pensa constituírem os aspetos centrais da elaboração das normas. Traremos para a discussão os prós e contras da aplicação do modelo do custo histórico e do justo valor. Procuraremos, também, realçar os inconvenientes manifestados pela ortodoxia valorimétrica dominante (custo histórico) e discutir as virtualidades da utilização do justo valor, enquanto critério valorimétrico substituto ou complementar do custo histórico. O estudo empírico, que corresponde à segunda parte, tem como objetivo a obtenção de evidência empírica suficiente para nos permitir discutir a teoria e dar maior consistência e densidade às conclusões a extrair do trabalho realizado. Nesta sessão começamos por definir a metodologia a ser utilizada, a definição e caracterização da amostra, a recolha e tratamento de dados, a definição das hipóteses e das variáveis e a especificação do modelo. Terminaremos com a apresentação das análises efetuadas aos dados e os resultados obtidos.

Fechamos o trabalho com a apresentação das principais conclusões e com a enunciação das limitações do estudo, e que devem ser tidas em conta para efeitos de interpretação e alcance dos resultados aqui apresentados, bem como com algumas sugestões para desenvolvimento de futuras investigações.

CAPÍTULO I - ENQUADRAMENTO TEÓRICO

1.1. Teorias de Contabilidade

O objetivo desta secção é desenvolver, de forma breve, uma sistematização dos aspetos teóricos que explicam a escolha de determinadas políticas contabilísticas, colocando particular ênfase nas preconizadas pelo referencial contabilístico internacional (IAS/IFRS). Aqui serão abordados os fundamentos assentes na Teoria Positiva da Contabilidade (TPC) e na Teoria do Conservantismo (TC).

1.1.1. Teoria Positiva de Contabilidade

Segundo Watts e Zimmerman (1978, 1979 e 1990) a TPC foi desenvolvida com o objetivo não só de explicar como, também, de prever a prática contabilística e as escolhas das políticas contabilísticas. Não foi propósito dos seus fundadores transformá-la numa teoria normativa e prescritiva mas antes *“numa teoria capaz de explicar os factos que sustentam a doutrina contabilística existente, capaz de prever como a investigação acabará por provocar mudanças nos fatores assumidos e explicar o papel das teorias na determinação dos padrões contabilísticos”*(Carqueja, 2007).

Neste sentido, os seus autores fizeram alicerçar os seus trabalhos na teoria económica da empresa e na teoria da agência (Ferreira, 2011), que pressupõe que os gestores estão economicamente motivados aquando da seleção de políticas em matérias contabilísticas e, conseqüentemente, desenvolvem comportamentos oportunistas que comprometem os interesses da empresa, nomeadamente a maximização do seu valor (Conceição 2009). Na opinião de Carqueja (2007) *“tem como pedra angular o homem económico, que atua movido pelo interesse próprio tendo em vista a maximização da sua riqueza”*. Por conseguinte, não é de estranhar que esta teoria adote uma formulação oportunista do comportamento esperado dos gestores.

De acordo com esta teoria, as motivações da seleção oportunista de políticas contabilísticas estão relacionadas com os custos políticos, os contratos de dívida e os contratos de compensação (Conceição, 2009). Na análise da seleção de escolhas contabilísticas e no âmbito dos custos políticos, contratuais e de bónus Watts e Zimmerman (1990) estabeleceram três hipóteses, perfeitamente testáveis, relativamente ao comportamento dos gestores: (i) dos custos políticos, (ii) do endividamento e (iii) do plano de bónus.

A escolha sobre as opções a testar fez-se assentar no pressuposto de que os custos políticos sugerem que na presença deste tipo de custos os gestores têm incentivos para utilizarem políticas contabilísticas conducentes ao diferimento dos resultados para os períodos seguintes (Watts & Zimmerman, 1978), na medida em que resultados elevados podem ser interpretados de forma negativa por eventuais reguladores porque podem constituir indícios de práticas anti concorrenciais (Conceição, 2009). Por sua vez, a hipótese do endividamento determina que quando as cláusulas restritivas dos contratos de dívida estão relacionadas com a informação contabilística, os gestores têm incentivos para adotarem políticas contabilísticas que antecipem os

resultados, no sentido de evitar a violação dessas mesmas cláusulas (Watts & Zimmerman, 1978). Por fim, para a hipótese do plano de bônus, os estudos desenvolvidos por Watts e Zimmerman (1990) e Holthausen *et al.* (1995) sugerem que quando os incentivos dos gestores estão relacionados com os resultados (contabilísticos ou bolsistas) da empresa, estes tendem a ser mais permissivos na utilização de procedimentos contabilísticos que aumentem os resultados presentes, em detrimento dos resultados futuros, no sentido de maximizar a sua compensação.

Neste sentido, “os procedimentos oportunistas utilizados pelos gestores na escolha das políticas contabilísticas podem ser agrupados em três categorias: prática de alisamento de resultados, seleção de políticas de divulgação contabilística e escolha de políticas contabilísticas agressivas ou conservadoras, na medida em que produzam efeito no sentido de aumentar ou diminuir os resultados, respetivamente, com consequências também no valor dos ativos e passivos” (Ferreira, 2011). Atendendo aos objetivos deste estudo, interessa particularmente este último procedimento, a escolha de políticas contabilísticas agressivas ou conservadoras, pelo que é propósito discuti-lo conveniente e enquadrá-lo com as hipóteses de investigação a testar empiricamente.

1.1.2. Teoria de Conservantismo

Existe evidência na literatura que comprova empiricamente a ideia subjacente ao princípio do reconhecimento contabilístico conhecido como conservantismo (Basu, 1997), o que suporta a defesa da tese de que o conservadorismo tem a sua origem na estrutura contabilística.

De acordo com Moreira (2006), em Portugal o conservantismo está associado à aplicação do princípio da prudência e o corolário da “Imagem fiel”, de origem marcadamente anglo-saxónica, esta a par do conservadorismo dos princípios do custo histórico e da prudência.

Para Watts (2003) a observância do princípio da prudência faz-se assentar na não antecipação de rendimentos, isto é, no não reconhecimento de rendimentos potenciais e reconhecimento de todas as perdas, mesmo as não realizadas. Este princípio impõe às empresas que as perdas esperadas, também apeladas na literatura de “más notícias”, devem ser reconhecidas imediatamente nas demonstrações financeiras (DF), ou seja, logo que os seus gestores tomem conhecimento da sua existência, ao passo que os ganhos potenciais, também referidos pela literatura como “boas notícias” apenas devem ser reconhecidos quando se tornem efetivos (Moreira, 2006, Santos, 2009). Com efeito, à luz da teoria do conservantismo, as perdas esperadas são reconhecidas pela contabilidade mais rapidamente que os ganhos potenciais (Conceição, 2009). Com efeito, “o princípio do conservantismo, por via do tratamento assimétrico dos ganhos e perdas potenciais, tem um impacto negativo sobre os resultados das empresas” (Moreira, 2006).

Basu (1997) apresenta uma perspetiva alternativa ao conceito de conservantismo, fundamentalmente focada no impacto ao nível do balanço. Defende que o conservantismo se traduz num reconhecimento assimétrico do valor corrente de mercado através de ajustamentos do ativo. Uma simples definição que sugere que não há antecipação dos proveitos mas sim das

perdas, ou seja, assimetria no tratamento dado às perdas e aos ganhos económicos nos resultados contabilísticos. Os ativos são frequentemente reconhecidos pelo menor valor entre o custo histórico e o valor de mercado. Os ajustamentos nos ativos resultam, tipicamente, em valores mais baixos no balanço e, conseqüentemente, no capital próprio, e em resultados mais baixos no período do ajustamento (Conceição, 2009).

O conservantismo tem influenciado as práticas contabilísticas e a própria teoria da contabilidade há pelo menos quinhentos anos (Basu, 1997). Porém, com a adoção das IFRS e, particularmente, com a introdução do justo valor na mensuração de determinados ativos e passivos, o foco no princípio do conservantismo, tradicional nos países da Europa continental, enquanto característica do relato financeiro, é substituído por um outro conceito, onde os ganhos não realizados são reconhecidos nos resultados com parte integrante do desempenho financeiro da empresa (Bertoni & DeRosa, 2005).

Neste sentido, para o normativo internacional o critério valorimétrico do justo valor passa a ser consagrado, de entre outros, como um modelo de mensuração no reconhecimento subsequente de ativos fixos, nomeadamente de ativos tangíveis, intangíveis e propriedades de investimento, por força da aplicação das IAS 16, IAS 38 e IAS 40, respetivamente. Porém, para Bertoni e DeRosa (2005) este facto não é consistente com o princípio da prudência ou do conservantismo, tal como era habitualmente aplicado nos países da Europa continental. Também Demaria e Dufour (2007) consideram o justo valor como um critério nada conservador. A cultura do conservantismo é adotada e evidenciada com base numa mensuração que se faz assentar, preferencialmente, no modelo do custo histórico (Conceição, 2009).

1.2. Opções Valorimétricas Vertidas nas Normas: Análise do Critério Dominante

1.2.1. Características distintivas da corrente anglo-saxónica

A Contabilidade é suscetível de ser influenciada pelo contexto em que é desenvolvida (Conceição, 2009). A classificação dos sistemas contabilísticos dos diferentes países tem sido efetuada por diversos autores (Barlev *et al.*, 2007; Nobes, 1983) ainda que, genericamente, todos eles os apresentem classificados a partir da natureza do sistema legal do país. Neste particular, Nobes (1983) distingue-os a partir de dois modelos, o anglo-saxónico e o da Europa Continental.

O modelo da Europa Continental, também conhecido por “*code law*”, e que inclui países como Portugal, França, Itália, Espanha, Alemanha, Bélgica ou o Japão, é um sistema baseado no direito romano e onde os códigos/leis assumem especial importância (Conceição, 2009). Neste sistema a normalização contabilística assenta fundamentalmente em regras altamente prescritivas e, como tal, os profissionais de contabilidade têm uma participação pouco ativa (Guerreiro *et al.*, 2008). Este modelo é, também, caracterizado pela existência de uma forte interferência governamental

na definição das políticas contábilísticas e, com frequência, se assiste a um fenómeno de prevalência das regras fiscais no processo de elaboração das DF individuais. Casos há, também, em que as DF são elaboradas tendo em conta o posicionamento da empresa junto dos credores (Bertoni & DeRosa, 2005, Guerreiro *et al.*, 2008), designadamente os bancos, que tendem a constituir a principal fonte de financiamento das empresas. Adicionalmente, os sistemas contábilísticos de tipo “*code law*” tendem a caracterizar-se pela adoção de práticas contábilísticas conservadoras e prudentes (Barlev *et al.*, 2007); Jermakowicz & Gornik-Tomaszewski, 2006). O tratamento contábilístico de perdas e ganhos potenciais constitui um exemplo ilustrativo do conservantismo que é geralmente observável nas práticas orientadoras destes sistemas, onde os ganhos potenciais não são reconhecidos até que sejam realizados e as perdas potenciais tendem a ser antecipadas (Watts, 2003). Neste sentido, fazem assentar a mensuração, essencialmente, no custo histórico (Demaria & Dufour, 2007).

Por sua vez, países como Inglaterra, EUA, Canadá, de entre outros, incluem-se no modelo anglo-saxónico. Corrente onde o sistema legal se baseia no direito anglo-saxónico e onde, concomitantemente, se assumem como pilares orientativos das políticas contábilísticas os princípios e não as regras. Representam sistemas que se baseiam na tradição “*commom law*”, que preconiza a prevalência da substância sobre a forma, e, conseqüentemente, onde os profissionais da contabilidade assumem um papel mais interventivo, seja ao nível da elaboração da norma seja da sua interpretação para posterior aplicação (Conceição, 2009).

Os países que integram o bloco anglo-saxónico têm sistemas contábilísticos com características claramente diferenciadoras, de que nos permitimos destacar a separação entre propriedade e gestão das empresas, uma reduzida interferência governamental, autonomia do relato financeiro face às regras fiscais, importância do capital próprio e, conseqüentemente, significativo recurso ao mercado de capitais enquanto principal fonte de captação de recursos financeiros. Como tal, a informação financeira nestes países é preparada tendo em conta a necessidade de ver satisfeitas as expectativas dos investidores (Conceição, 2009). Não é, por tudo isto, difícil de entender que o critério valorimétrico do justo valor se apresente, nestes sistemas, como a base de mensuração preferencial. Sucher e Jindrichovsa (2004) apresentam o critério do justo valor como uma característica distintiva da tradição anglo-saxónica.

A dinâmica dos mercados fez surgir instrumentos financeiros relativamente complexos, utilizados pelas empresas como instrumentos de gestão do risco e relativamente aos quais a contabilidade a custo histórico se vem manifestando incapaz de informar (Pires, 2005). O posicionamento do IASB, a favor da utilização do justo valor, começa, precisamente, com a sua aplicação à contabilização de novos instrumentos financeiros acabando, mais recentemente, por se manifestar a favor do alargamento do seu âmbito de aplicação como que em resposta à necessidade de potenciar a utilidade da informação financeira na perspectiva do investidor.

1.2.2. A Reforma na União Europeia: Fundamentos para a Mudança de Paradigma Valorimétrico

Na sequência da globalização das economias e, em particular, do crescente desenvolvimento dos mercados financeiros assistimos a uma clara aposta, por parte dos organismos com maior representatividade no plano internacional, em matéria de normalização contabilística, na utilização de critérios de mensuração que tomam como referência o mercado.

A reforma empreendida pela União Europeia (UE), e de que resultou a decisão de partilhar esforços com o IASB e seguirem um caminho comum relativamente ao futuro da harmonização contabilística, tem base a necessidade de oferecer um conjunto de normas suficientemente capazes de responderem às exigências de uma envolvente dinâmica. Este acordo teve como consequências a aplicação direta, a partir de 2005, das IAS/IFRS na preparação das DF consolidadas das empresas cotadas e a obrigatoriedade de adaptar os normativos dos diferentes estados membros ao referencial IAS/IFRS, o mais tardar até janeiro de 2010, por forma a assegurar a necessária compatibilização entre as DF consolidadas e as DF individuais no mesmo espaço. Esta reforma ficaria, porém, incontornavelmente marcada pelo grande ceticismo de muitos, geralmente justificado com a introdução do conceito de justo valor.

Muito se tem discutido acerca da capacidade da contabilidade para cumprir com aqueles que são os seus objetivos elementares, nomeadamente o de medir com fiabilidade, divulgar com oportunidade e relatar com integralidade e relevância. A realidade vem-nos confrontada com situações que não se compatibilizam com os objetivos inerentes à relevância contabilística, ignorando fatores que desempenham importantes contributos na formação do valor e dos resultados. Há, por exemplo, ativos que pela sua natureza e por fatores, alguns deles, exógenos à sua função, sofrem mutações de valor de grande significado. Porém, a contabilidade clássica ignora estas situações por estar apenas preparada para relevar transações objetivas (Pires & Rodrigues, 2007).

E foi precisamente esta dualidade entre custo histórico e justo valor que viria a transformar este critério no grande, se não mesmo no único, protagonista da reforma pelo número de interrogações, de difícil resposta, que se levantaram em seu torno. Representará o justo valor uma rutura com o passado? Que implicações resultam da sua utilização? O que poderá esconder este conceito que levanta tantos receios? Estas constituem exemplo de algumas das questões que foram surgindo e para as quais não se obteve resposta definitiva e suficientemente conclusiva. Aliás, é a própria definição de justo valor que permite questionar a sua aplicação. Defini-lo como o montante pelo qual um ativo é trocado ou um passivo liquidado, numa operação voluntária realizada em condições de mercado por duas partes devidamente informadas é o mesmo que assumir que a sua aplicação está limitada à mensuração dos ativos e passivos que dispõem de um mercado com essas condições. A mensuração ao justo valor assenta no pressuposto de que se consegue identificar de forma permanente os sinais que são emitidos pelo mercado. Ou seja, a

sua utilização generalizada pressupõe a existência de um mercado ativo, suficientemente competitivo e aberto e capaz de poder fornecer os respetivos preços de mercado sem que se veja comprometida a neutralidade, a objetividade e a fiabilidade da informação financeira. Porém, parece claro que estas condições não estão reunidas, na medida em que são muitos os ativos que não dispõem de um mercado suficientemente ativo e competitivo (Pires & Rodrigues, 2005).

Por outro lado, a mudança de orientação valorativa não tem sido muito bem aceite pela ala mais conservadora da contabilidade, para quem a utilização do critério do justo valor vai implicar o reconhecimento de ganhos e perdas sem que estejam realizados (Pires & Rodrigues, 2005). Contudo, esta ideologia vem sendo contrariada pelas correntes mais modernas da contabilidade, em particular a anglo-saxónica, que de há umas décadas a esta parte vem sustentando a defesa de uma base de reconhecimento mais ampla, que compreenda quer os “resultados realizados” quer os não “não realizados”. A visão estática do custo histórico torna-o incapaz de representar de modo razoável os ativos não monetários (Barth, 1994, Richard, 2004) deturpando, deste modo, a informação preparada e relatada (Barlev & Haddad, 2003). Por sua vez, para Pires e Rodrigues (2008) o custo histórico continua a mostrar relevância, objetividade e operacionalidade. Ao que acrescentam que critérios como o justo valor, porque assentes em estimativas e elementos de natureza previsional, resultam muito falíveis e perdem grande parte do realismo que se procura, o que afeta o atributo da objetividade e que é conferida e reconhecida ao custo histórico.

Percebemos que o condicionamento a que a contabilidade está sujeita, por força da maior capacidade de alguns dos seus utentes, é determinante na definição dos critérios valorimétricos. O magno princípio do “*true and fair view*” serve como meta que nos ajuda a compreender a caminhada que há que percorrer. Se é certo que as DF têm de cumprir com o objetivo de fornecer aos seus utentes informação financeira útil, assumindo um estatuto de responsabilidade social, é também evidente que o carácter rígido do quadro normativo existente nem sempre se ajusta a uma estrutura conceptual que, no plano substancial, garanta a exigência do princípio da imagem verdadeira e apropriada (fiel) (Pires & Rodrigues, 2007).

Estamos, também, certos de que não há um critério ótimo mas antes partidários da tese de que a opção se faz depender da maior ou menor importância que se dê às vantagens que se reconhecem a cada um deles. O nível de utilidade da informação financeira está, à luz da EC, dependente da observância, ou não, das características qualitativas ou atributos, designadamente da relevância e fiabilidade. E é precisamente aqui que poderá residir o principal obstáculo à utilização do justo valor, consoante aquilo que se pretenda seja maximizar o requisito da fiabilidade ou o da relevância (Pires & Rodrigues, 2005). São muitos aqueles que vêm defendendo que a utilização do justo valor se traduz em perda de fiabilidade (Barth, 1994, Richard, 2004, Landsman, 2005, Fonseca, 2007, Lemos & Rodrigues, 2007, García & Fernández, 2007, Simões, 2009, Bastos, 2009, Sousa, 2011) mas também quem defenda que os critérios mais tradicionais ganham em fiabilidade, pela maior objetividade e segurança que introduzem, mas perdem em

coerência e dificultam a utilização de modelos mais racionais (Bonsón *et al.*, 2000, Gonzalo, 2000, Alles *et al.*, 2000, Pires & Rodrigues, 2005 e 2007).

Por outro lado, haverá que levar em linha de conta que o efeito da utilização de um e outro não é igual para os diferentes agregados do balanço, o que também deverá ser objeto da equação aquando da ponderação do exercício da opção (Barth & Landsman, 1995, Archer, 1997, Kirchenheiter, 1997, Gonzalo, 2000). Se caminhamos para um modelo de relato baseado no “*reporting* contínuo”, com base no qual a informação financeira surge permanentemente atualizada, por oposição ao tradicional modelo de prestação de contas periódicas, a opção pelo justo valor parece mais racional, pelo menos para alguns dos itens do balanço porque, de contrário, que sentido fará oferecer informação de forma continuada se o seu conteúdo permanecer inalterado (Lymer *et al.*, 1999; Bonsón *et al.*, 2000; Alles *et al.*, 2000). Nesta perspetiva a adoção do justo valor não representa uma rutura mas antes uma tentativa de aproximação às alterações da envolvente.

A volatilidade é uma das características mais marcantes da atual cena económica. Nesta conformidade, não são poucos aqueles que vêm questionando o facto de a contabilidade se fazer apoiar numa filosofia eminentemente estática. Questiona-se hoje o facto de se saber se o mercado continua a pretender informação predominantemente fiável, e onde o custo histórico é rei (Barlev & Haddad, 2003) ou, pelo contrário, o maior interesse é o da obtenção de informação que não tendo um grau de fiabilidade máximo tenha um maior nível de relevância, onde a superioridade vai para a utilização do justo valor (Barth, 1994, Barlev & Haddad, 2003, Landsman, 2005, Fonseca, 2007, García & Fernández, 2007, Bastos, 2009, Simões, 2009, Teixeira, 2012, Sousa, 2011).

Não obstante esta dualidade de argumentos, com vantagens e desvantagens para ambos os lados, a verdade é que uma das mais recentes vitórias do “justo valor” e um reforço significativo para a sua utilização foi, precisamente, a tomada de posição da UE, com o anúncio da sua nova estratégia em termos de harmonização contabilística, ao declarar o seu apoio ao IASB, organismo com quem vem colaborando nesta matéria.

Por outro lado, Pires e Rodrigues (2008) afirmam que num mundo por todos aceite como em permanente mudança, se apresenta como que contraditório que a contabilidade, cuja missão principal é a de fornecer informação para a tomada de decisões, continue a adotar uma filosofia eminentemente estática, prisioneira do custo histórico, entendido como o principal critério de valorização dos factos patrimoniais na elaboração da informação financeira. Não será por isso estranho que se venha assistindo à substituição do custo histórico pelo justo valor e que o IASB, enquanto organismo de referência internacional, após uma profunda reformulação e ampliação do seu normativo, o apresente como critério valorimétrico de excelência (Pires, 2005, Cairns, 2006, Fonseca, 2007). Mas, se por um lado se compreende a adoção e que se incentive a sua utilização, também não se estranha que, por outro, continue a suscitar discussão e controvérsia, nomeadamente no que respeita ao impacto que a sua adoção tem na qualidade da informação financeira (Conceição, 2009).

Talvez não se possa dizer que um critério é melhor que outro, porquanto a todos eles se associam vantagens e desvantagens. Esta opinião é corroborada por Pires e Rodrigues (2005) para quem nem um nem outro (custo e justo valor) se apresentam como um modelo de valorização ideal. A utilização do custo histórico ou do justo valor pressupõe uma opção e, como se sabe, qualquer opção tem um preço. De facto, a literatura vem mostrando que existem vantagens e inconvenientes associados aos dois critérios em questão. Entendemos que a aplicação de um ou outro poderá resultar razoável para determinadas circunstâncias ou setores de atividade e desadequada para outras porque, se ao custo histórico falta relevância o justo valor perde, quando comparado com aquele, uma boa dose de fiabilidade. Se o justo valor reflete as condições económicas presentes em cada momento de tempo, o custo histórico apenas indica as condições existentes no momento inicial, aquando da compra ou produção (Pita & Gutiérrez, 2006) ignorando valores de mercado e custos de oportunidade (Barlev & Haddad, 2003).

Assim, e em jeito de síntese, estamos certos de que nem o custo histórico nem o justo valor se apresentam como um modelo de valorização ideal. Pires (2005) entende que tal abertura do normativo contabilístico deverá ser interpretada com algumas cautelas, sob pena de se vir a introduzir um nível tal de subjetividade capaz de transformar as DF não naquilo que elas “devem ser” mas antes naquilo que “convém que elas sejam”.

1.3. Tratamento contabilístico dos investimentos em propriedades: fundamentos subjacentes

1.3.1. No normativo contabilístico: análise da IAS 40

Atendendo ao normativo do IASB, mais concretamente nos termos definidos pela IAS 40, as propriedades classificadas como “propriedades de investimento” são todas aquelas que são do tipo “terreno, edifício ou parte de um edifício ou ambos (terreno e edifício), detidos pelo dono ou pelo locatário, numa locação financeira, detidos pelo dono com o objetivo de obter rendas, valorização do capital ou ambas as finalidades” (§7). A característica fundamental para a classificação de um ativo como uma propriedade de investimento é a sua não utilização pelo dono com finalidade operacional mas antes para obtenção de rendimento ou valorização de capital. Assim, um investimento surge reconhecido nas DF como uma propriedade de investimento quando não (i) esteja afeto à atividade operacional da entidade (produção, fornecimento de bens ou prestação de serviços); (ii) seja utilizado para fins administrativos; e (iii) esteja disponível para venda no curto prazo (curso normal do negócio) (§ 5).

A Tabela 1, que se segue, resume as principais aspetos caracterizadores das propriedades de investimento.

Tabela 1: Definição das Propriedades de Investimento

Classificação como Propriedade de Investimento		
Investimento em:	Intenção de:	Não pode ser usado para:
Terrenos	Ganho de Arrendamento	Produção
Edifícios	Valorização de capital	Fornecimento de bens ou serviços
Parte de edifícios		Venda no decurso normal de negócio

Fonte: Elaboração própria, com base na IAS 40.

Em sintonia com a norma, Pires e Rodrigues (2008) afirmam que “os investimentos em ativos fixos – imóveis e ou terrenos – na sequência da sua subordinação a funções operacionais da empresa (produção, comercialização ou fornecimento de bens e serviços) ou, ainda, quando utilizados para fins administrativos, participam na geração de fluxos de caixa de uma dada atividade ou negócio enquanto elementos integrantes de uma estrutura organizativa”. Porém, contrariamente, defendem que os fluxos gerados por esses ativos se destinam a uma função exterior à organização da atividade, são autónomos, ou seja, não estão em relação de dependência com o funcionamento e intervenção de outros ativos. Consubstanciam investimentos que geram fluxos de caixa altamente independentes dos outros ativos detidos por uma entidade, que também podem ser terrenos ou edifícios. É esta particularidade que permite fazer uma clara distinção entre propriedades detidas pelo dono (propriedades de investimento) e propriedades utilizadas ou ocupadas pelo dono nas funções operacionais da empresa e que reflete a principal característica diferenciadora dos ativos fixos afetos e não afetos à atividade operacional.

Salienta-se o facto de poder haver propriedades que são detidas para uso simultâneo na atividade da entidade (produção, comercialização ou prestação de serviços ou para fins administrativos) e para delas se obter rendas ou para valorização de capital. Nos termos da norma (§10” “algumas propriedades compreendem uma parte que é detida para obter rendas ou para valorização de capital e uma outra parte que é detida para uso na produção ou fornecimento de bens ou serviços ou para finalidades administrativas. Se estas partes puderem ser vendidas separadamente (ou locadas separadamente segundo uma locação financeira), uma entidade contabilizará as partes separadamente. Se as partes não puderem ser vendidas separadamente, a propriedade só é uma propriedade de investimento se uma parte não significativa for detida para uso na produção ou fornecimento de bens ou serviços ou para finalidades administrativa”.

Na realidade, nada impede que um determinado imóvel seja, em simultâneo, um ativo funcional e extrafuncional, uma vez que tal decorre da própria gestão prudente dos recursos que as empresas têm à sua disposição. Na atualidade verifica-se que as empresas estão mais racionais no uso do espaço físico, dada a sua crescente escassez, impondo critérios de utilização que salvaguardem a otimização da valorização desses ativos o que, regra geral, acaba por se traduzir na sua utilização em atividades próprias e em arrendamento a terceiros (Pires & Rodrigues, 2008). Nestes casos, resulta mais adequado e vantajoso que se faça a divisão entre uma utilização funcional e extrafuncional de modo a que diferentes relevações contabilísticas possam contribuir para uma

melhor interpretação da informação financeira. Por analogia, classifica-se em propriedade de investimento, quando seja extrafuncional, e em ativos fixos se funcional.

A IAS 40 define para a mensuração dos ativos dois momentos distintos: (i) a data da aquisição ou construção (reconhecimento inicial) e (ii) a evolução sistemática do valor desses ativos (reconhecimentos posteriores). No reconhecimento inicial, a mensuração das propriedades de investimento é feita pela “quantia necessária para adquirir o ativo no momento da sua aquisição ou construção.” Esta quantia corresponde ao custo e inclui o preço de compra e/ou de construção e as despesas diretamente atribuíveis¹ à aquisição ou construção do bem, consoante se trate, respetivamente, de propriedades de investimento adquiridas ou construídas (§§ 20 e 21). No reconhecimento inicial, que corresponde ao momento em que o investimento é reconhecido pela primeira vez no balanço, o valor pelo qual o ativo deve ser mensurado é o que resultar da aplicação da valorização ao custo de aquisição/produção. Para o reconhecimento posterior pode uma entidade optar entre o modelo do custo e o modelo do justo valor (§30), ainda que a norma incide ao uso do justo valor, como se alcança da redação dada ao §32, que define que “que todas as entidades determinem o justo valor de propriedades de investimento, para a finalidade de mensuração (se a entidade usar o modelo do justo valor) ou de divulgação (se usar o modelo do custo). Incentiva-se uma entidade, mas não se lhe exige, que determine o justo valor das propriedades de investimento na base de uma valorização por um avaliador independente que tenha uma qualificação profissional relevante e reconhecida e que tenha experiência recente na localização e na categoria da propriedade de investimento que esteja a ser valorizada”. Equivale isto por dizer que, sempre que seja possível, deverá ser o justo valor o critério utilizado.

Nesta sequência, o normativo internacional incentiva a entidade, mas não lhe exige, que determine o justo valor das propriedades de investimento, o que equivale por dizer que, sempre que seja possível, deverá ser este o utilizado. De resto, o IASB apresenta como linha orientadora a necessidade de ver satisfeitas as necessidades dos investidores, como uma consequência lógica das características que emergem da envolvente, ou seja, como o resultado de um procedimento lógico deduzido da envolvente. Faz-se assentar no pressuposto de ver reforçado o atributo da relevância da informação financeira no processo de tomada de decisões de investimento, o que só pode ser conseguido com a adoção de critérios valorimétricos virados para o mercado. Em linha com as posições defendidas por Lymer *et al.*, (1999); Bonsón *et al.* (2000); Alles *et al.* (2000) para quem a apresentação de informação regular, exigência dos mercados financeiros, por oposição à prestação de contas anual, só faz sentido se essa informação for atualizada. Ou seja, oferecer informação de forma continuada mas de conteúdo inalterado parece pouco racional e poderá resultar de utilidade limitada.

¹ Nos termos da definição de custo de aquisição/produção.

Para o efeito da utilização do justo valor introduz-se o seu conceito, definido como o preço pelo qual a propriedade poderá ser trocada, entre partes conhecedoras e dispostas a isso², numa transação em que não exista relacionamento entre as mesmas, ou seja, um valor que reflita as condições de mercado à data do balanço (§§38).

Por sua vez, a opção pelo modelo do justo valor pressupõe que qualquer ganho ou perda proveniente de uma alteração no justo valor da propriedade de investimento deverá ser reconhecido nos resultados do período em que ocorra (§ 35). Porém, a inexistência de mercados ativos que identifiquem de forma objetiva o justo valor dos bens incluídos na classificação de propriedades de investimento coloca dificuldades à adoção deste modelo por não se dispor de uma base fiável que permita quantificar, com suficiente fiabilidade, as variações ocorridas. É o caso, por exemplo, de transações de mercado pouco frequentes, situações que limitam ou impossibilitam a comparação ou a obtenção de estimativas alternativas fiáveis (§55).

A norma dispõe, porém, de uma prerrogativa para as situações de exceção, ou seja de impossibilidade à aplicação do justo valor, como se alcança do seu § 48, que refere que “em casos excepcionais, em que há clara evidência ... de que a variabilidade no intervalo de estimativas razoáveis de justo valor seria tão grande e as probabilidades dos vários efeitos tão difíceis de avaliar que é negada a utilidade de uma única estimativa de justo valor. Isto pode indicar que o justo valor da propriedade não será determinável com fiabilidade numa base continuada”. Daqui se alcança que a mensuração ao custo das propriedades de investimento está circunscrita às situações em que a aplicação do justo valor resulte inviável ou impraticável. Para estas situações admite-se a coexistência de propriedades de investimento mensuração ao custo e outras ao justo valor. Nessas circunstâncias, e por questões de salvaguarda da integridade da informação financeira e das expectativas dos seus utilizadores, impõe-se uma divulgação circunstanciada no anexo que permita aferir a tipicidade das políticas contabilísticas adotadas e a sua cabal compreensão (Pires & Rodrigues, 2008).

A este respeito não resistimos a citar Muller *et al.* (2008), que alertam para a grande relevância da IAS 40 pelo facto de ter sido a primeira vez que o IASB introduziu a mensuração ao justo valor como critério valorimétrico de referência para ativos não financeiros e obriga à respetiva divulgação. É que, independentemente de a mensuração se fazer ao custo ou ao justo valor, deverá a entidade divulgar o justo valor de todas as suas propriedades de investimento (§§ 75 a 79). A informação de natureza qualitativa, divulgada sob a forma de notas anexas às DF concorre para aumentar a utilidade da informação financeira (Araújo, 2013).

² Neste contexto, por partes conhecedoras e disposta a isso dever-se-á entender que o comprador e o vendedor estão razoavelmente informados. Que comprador e vendedor estão motivados, ou seja, que nem o comprador é compelido a comprar nem o vendedor é um vendedor ansioso e forçado a vender a qualquer preço.

Na tabela seguinte é apresentada a mensuração prevista no normativo internacional (IASB) para as propriedades de investimento.

Tabela 2: Mensuração de Propriedades de Investimento

Mensuração de Propriedades de Investimento		IASB (IAS 40)	
Inicial	Ativos adquiridos	Compra	Custo
		Troca de ativos que não necessita de substância comercial	Justo valor
		Troca de ativos que necessita de substância comercial ou quando o justo valor do ativo recebido nem o justo valor do ativo cedido sejam fiavelmente mensuráveis	Quantia escriturada do ativo cedido
		Locação Financeira	Menor de dois (i) justos valor (ii) valor presente dos pagamentos mínimos da locação
	Ativos construídos	Custo	
Subsequente	Ativos adquiridos	Compra	Modelo do Custo ou Modelo do Justo Valor
		Troca de ativos que não necessita de substância comercial	
		Troca de ativos que necessita de substância comercial ou quando o justo valor do ativo recebido nem o justo valor do ativo cedido sejam fiavelmente mensuráveis	
		Locação Financeira	
	Ativos construídos		

Fonte: Elaboração própria, a partir do IAS 40.

1.3.2. Opção pelo justo valor e o seu impacto ao nível da informação financeira

A constatação de que, com o decorrer do tempo, muitos dos bens imóveis afetos ao património de uma entidade apresentam valores que tendem a afastar-se do seu valor real não é de hoje e vem alimentando a discussão sobre a oportunidade de mudança de paradigma valorimétrico. A opção, tal como já tivemos oportunidade de referir, não é pacífica e tem custos.

No quadro do referencial contabilístico internacional a opção recai sobre a relevância, enquanto atributo básico a associar à informação financeira, pelo que se assume com total frontalidade as eventuais consequências de informação menos fiável. Aliás, a fiabilidade é vulgarmente associada a uma excessiva dose de prudência não compatível com a volatilidade que caracteriza a conjuntura económica atual.

Sem qualquer tipo de alinhamento com uma ou outra corrente, entendemos que a utilização do justo valor na mensuração dos investimentos em propriedades (terrenos, edifícios ou outras construções), sempre que tal seja possível, isto é, quando a determinação do justo valor possa ser obtida com razoável fiabilidade, o conteúdo da informação a produzir e divulgar é mais atual e, como consequência, mais relevante para quem a utiliza.

Por outro lado, e porque falamos de investimentos em ativos que são detidos para deles se obter rendimentos e/ou para valorização de capital ou ambas as finalidades, o pressuposto de partida será sempre o de que tais investimentos são geradores de variações periódicas ou, pelo menos, é expectável que assim seja, fundamento ou pressuposto elementar para a realização de um qualquer investimento. Em função desta conceptualização, estes elementos patrimoniais são não só geradores de variações patrimoniais como se presume que tais variações possam ser estimadas com suficiente fiabilidade.

Nestes termos, os inconvenientes que se atribuem à mensuração ao justo valor, nomeadamente as perturbações e insegurança que aportaria para os utilizadores da informação financeira, como consequência de uma eventual menor fiabilidade, estão limitados a situações de exceção. Ou seja, assumimos como critério geral a possibilidade do justo valor destas propriedades poder ser determinado com suficiente fiabilidade porque se assim não for a realização destes “investimentos” não se fez assentar, como seria de esperar, em pressupostos de racionalidade. Vale isto por dizer que a mensuração das propriedades de investimento ao custo deverá ficar vedada, em sintonia com a norma, aos casos de exceção. Ou seja, pese embora as indiscutíveis virtualidades do custo histórico, parece-nos útil sublinhar a sua reconhecida incapacidade para, em determinadas situações, satisfazer o interesse na obtenção de informação financeira útil, de que são exemplo as propriedades de investimento.

Estamos hoje, por variadíssimas circunstâncias, em presença de envolventes instáveis e que colocam maiores desafios pelo que se impõe e, no mínimo, a quem gere e toma decisões, neste caso de investimento, que seja capaz de identificar os pressupostos que lhe permitam decidir e avaliar os resultados dessas decisões. Este desafio não permite o uso exclusivo de fontes de valorização internas (custo). Obriga a que se olhe para “fora” e que se procurem referenciais externos que direta ou indiretamente sempre acabam no mercado.

1.4. Fontes Empíricas

O estudo desta problemática não foi ainda suficientemente tratado em Portugal. A maioria dos trabalhos disponíveis baseiam-se em amostras de empresas europeias e norte americanas. Nos EUA, por exemplo, as empresas apontam o modelo do custo na mensuração dos seus ativos mas, tratando-se de propriedades de investimento, a preferência vai para o modelo do justo valor. Este facto é ainda mais evidente no caso das empresas imobiliárias (Christensen & Nikolaev, 2009). Por sua vez, os estudos desenvolvidos na Europa mostram que as empresas se apresentam mais inclinados para o modelo do justo valor, nomeadamente nas situações em que as normas o permitam ou exijam e sempre que a empresa manifeste maior empenho na apresentação de informação transparente (Muller *et al.*, 2008).

São várias as normas do IASB que permitem a opção pelo justo valor (Missionier-Piera, 2004). Porém, e não obstante o facto de muitas empresas europeias terem adotado voluntariamente as normas internacionais, muito antes de se terem tornado de aplicação obrigatória para as empresas

cotadas (Jermakowicz e Gornik-Tomaszewski, 2006), existem, na Europa, poucos estudos que se tenham dedicado a analisar as opções sobre as políticas contabilísticas assim como o porquê dessas escolhas (Astami & Tower, 2006). No entanto, se alargamos o âmbito da pesquisa encontramos alguns estudos, de carácter empírico, que se debruçaram sobre o estudo do exercício das opções contidas nas IAS/IFRS, de que são exemplo Demaria e Dufour (2007), KPMG (2006), Comissão Europeia (2007), Muller *et al.* (2008), Christensen e Nikolaev (2009), Araújo (2013) e Pereira (2013).

Relativamente aos investimentos em ativos fixos, em geral, estes estudos analisaram a opção entre o modelo do custo histórico e o modelo da revalorização que, por se tratar de um modelo de valorização que obriga a recolher referências externas, inclui o justo valor ou, no mínimo, uma aproximação ao mercado. Demaria e Dufour (2007) estudaram esta opção em empresas francesas, no período de transição para as IAS/IFRS, e os resultados obtidos sugerem que a maior parte delas manteve a opção pelo critério do custo histórico na valorização dos seus ativos fixos, numa atitude de clara continuidade e fidelidade ao princípio do conservantismo. Por sua vez, a KPMG (2006), numa análise exploratória, aplicada a uma amostra de empresas de vários países (França, Alemanha, Hong Kong, Itália, Holanda, África do Sul, Espanha, Suécia, Suíça, Reino Unido, Áustria, Bélgica, Dinamarca; Finlândia, Luxemburgo e Noruega) e desenvolvido com igual objetivo, opções de mensuração para os ativos fixos, conforme IAS 16, a IAS 38 e IAS 40, conclui que relativamente aos tangíveis a esmagadora maioria das empresas adotaram o custo histórico, com um número muito residual utilizava o justo valor, relativamente aos intangíveis a opção recaiu, a 100%, no critério do custo e, para as propriedades de investimento, não obstante a maior parte das empresas ter adotado também o modelo do custo, o justo valor foi opção em 40% delas. Em estudo similar, desenvolvido pela Comissão Europeia (2007) e aplicado a uma amostra que inclui empresas de todos os estados membros, concluiu-se que, com relação aos ativos tangíveis (IAS 16) quase todas as empresas (mais de 95%) mantiveram o custo histórico como método de mensuração subsequente, para os ativos intangíveis (IAS 38) todas adotaram o custo histórico e, de entre as que detinham propriedades de investimento (IAS 40), ainda que algumas tenham optado pelo critério do justo valor, a maioria adotou o custo histórico.

Muller *et al.* (2008), numa análise exploratória sobre a adoção obrigatória das IAS/IFRS e onde procurou testar o impacto da assimetria de informação, a eficiência contratual (custos de agência) e o comportamento oportunista num conjunto de países europeus, identificaram uma tendência para a opção pelo justo valor na mensuração das propriedades de investimento (IAS 40) no setor imobiliário. Numa amostra de 133 empresas imobiliárias da Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Itália, Espanha e Suécia constataram que a esmagadora maioria opta pelo justo valor, com 106 empresas (80%) a escolherem o modelo do justo valor.

Qualgi e Avallone (2010) procuraram explicar o que leva as empresas do setor imobiliário que aplicam a IAS 40 a optar pelo critério do justo valor em detrimento do custo histórico para mensurar as propriedades de investimento, com base nas demonstrações financeiras de 76

empresas europeias, cotadas em Helsinquia (Finlândia), Paris (França), Frankfurt e Munique (Alemanha), Atenas (Grecia), Milão (Itália), Madrid (Espanha) e Estocolmo (Suécia), e que adotaram as normas do IASB/UE pela primeira vez, concluíram que, das 76 empresas analisadas 40, aproximadamente 53% das entidades analisadas, optou pelo critério valorimétrico de justo valor. Testaram, também, o impacto da informação assimétrica, dos custos de agência e do comportamento oportunista dos gestores na escolha do critério de mensuração e os resultados obtidos apontam que as empresas do setor imobiliário tendem a escolher o justo valor como método de mensuração, como forma de reduzir a informação assimétrica, relatando o valor de mercado das suas propriedades e a rentabilidade da atividade a longo prazo. O rácio *market-to-book* está negativamente associado à escolha do justo valor. Com relação aos custos de agência o estudo indica que quanto maior for a dimensão da entidade maiores são os custos políticos e menor é a probabilidade de utilização do justo valor e que o nível de endividamento aparentemente não influencia a escolha do critério de mensuração. Relativamente à prática de alisamento de resultados, que consiste em diminuir a variabilidade dos resultados divulgados para dar a percepção de menos exposição ao risco da empresa, está negativamente associada à escolha do justo valor.

Christensen e Nikolaev (2009) estudaram a opção entre o justo valor e o custo histórico na mensuração de ativos não financeiros, num ambiente onde as principais forças da envolvente são o mercado e não os reguladores, e testaram, para o efeito, “a probabilidade do justo valor ser mais usado no Reino Unido do que na Alemanha após a adoção do IFRS”. Concluíram que relativamente às propriedades de investimento, 23% dos gerentes de empresas alemãs manifestaram preferência pelo justo valor enquanto que no Reino Unido foram 77% a mostrar maior empenho na adoção do justo valor.

Pereira (2013), em estudo desenvolvido no Brasil com base numa amostra de 36 empresas, reportado ao ano de 2010, com o objetivo de perceber quais os fatores que determinam a opção pelo justo valor na mensuração das propriedades de investimento nas empresas brasileiras, concluiu que a adesão ao critério do justo valor não é muito significativa na medida em apenas nove empresas adotaram o justo valor para a mensuração destes investimentos.

Também Araújo (2013), em estudo realizado com o objetivo de perceber como é que as empresas cotadas na *Euronext Lisbon* veem tratando, sob o ponto de vista contabilístico, as propriedades de investimento, para o que utilizou uma amostra formada pelas 24 empresas em que se identificaram propriedades de investimento no balanço, em 31 de dezembro 2011, concluiu que 62,5% das empresa da amostra, a que correspondem 15 das empresas analisadas, adotaram o modelo de custo e as restantes 37,5%, 9 empresas, a opção recaiu no critério de justo valor.

A tabela 3, que se segue, apresenta uma síntese das fontes empíricas analisadas.

Tabela 3: Resumo dos estudos incluídos na literatura sobre as opções de mensuração das Propriedades de investimento

Tipo de Ativo Fixo	Autor (es)	País onde o estudo foi desenvolvido	Metodologia de Investigação	Principais Conclusões/ Resultados
Propriedades de Investimento	Demaria e Dufour (2007)	França	- Quantitativa - Método estatístico: Regressão logística	A maior parte das empresas mantiveram a opção do custo histórico na reavaliação dos ativos
	KPMG (2006)	França, Alemanha, Hong Kong, Itália, Holanda, África do Sul, Espanha, Suécia, Suíça, Reino Unido e outros	- Qualitativa – estudo de caso	Cerca de 40% das empresas adotou o justo valor.
	Comissão Europeia (2007)	Estados Membros da UE	- Quantitativa - questionários	Algumas empresas adotaram o método do justo valor, embora a maioria tivesse mantido o custo histórico.
	Muller <i>et al</i> (2008)	Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Itália, Espanha e Suécia	- Empírica qualitativa - Método estatístico: Regressão logística	No total das empresas consideradas 27 empresas (20%) escolheram o modelo do custo, enquanto 106 (80%) escolheu o modelo do justo valor.
	Qualgi e Avallone (2010)	Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Itália, Espanha e Suécia	- Quantitativa - Método estatístico: Regressão logística multinominal	Num total de 76 empresas estudadas, 40 (53%) escolheram o modelo do justo valor na mensuração das propriedades de investimento.
	Christensen e Nikolaev (2009)	Reino Unido e Alemanha	- Quantitativa - Método estatístico: Análise de Regressão	23% dos gerentes das empresas alemãs revelam preferência pelo justo valor enquanto no Reino Unido 77% das empresas estão empenhadas em usar o justo valor na mensuração deste ativo.
	Pereira (2013)	Brasil	- Empírica qualitativa - Método estatístico: Regressão logística	Das 36 empresas consideradas apenas 9 adotaram o justo valor para a mensuração das propriedades de investimento.
	Araújo (2013)	Portugal	- Descritiva/Analítica	Entre os resultados obtidos é de destacar que 62,5% (15) das empresas cotadas portuguesas que têm propriedades de investimento adotaram o modelo do custo e 37,5% (9) das empresas que possuem esse ativo utilizam o critério de justo valor

Fonte: Elaboração Própria.

CAPÍTULO II – COMPONENTE EMPÍRICA

Neste capítulo do trabalho é definido o delineamento da investigação empírica. No primeiro ponto trata da definição e da caracterização da amostra. Na continuação desenvolvemos as hipóteses levantadas para o desenvolvimento deste estudo que nos permitirão (ou são suscetíveis de permitir) identificar os fatores explicativos da opção pelo justo valor como critério de mensuração da classe de ativos em análise. No terceiro ponto definimos as variáveis explicativas e a relação esperada com opção pelo justo valor. Explicitamos, ainda, o método estatístico usado na estimação econométrica do modelo para o estudo das hipóteses formuladas. Terminamos com a apresentação dos resultados obtidos e respetiva discussão à luz da literatura considerada relevante.

2.1. Definição da amostra e recolha de dados

A amostra inicialmente definida pretendia-se constituída apenas pelas empresas do PSI 20. Porém, uma vez recolhida e analisada a informação, reportada a 31 de Dezembro de 2012, constatámos que a maioria não possuía, à data, ativos reconhecidos como propriedades de investimento, facto que inviabilizava, ou comprometia significativamente, a obtenção de resultados. Nessa circunstância decidimos, com o objetivo de recolher o maior número de observações possível, alterar a população para podermos aumentar a amostra. O critério para a seleção da amostra foi aleatório ou casual, baseando a escolha das empresas no facto de possuírem ativos reconhecidos como propriedades de investimento e no normativo aplicado. Daqui resultou uma amostra formada por 114 empresas, 27 das quais cotadas e que utilizam a IAS (40) e as restantes 87 empresas não cotadas que usam a NCRF 11. Realçamos, porém, o facto de não existirem diferenças significativas entre ambas no que respeita à mensuração das propriedades de investimento.

A análise será apoiada, fundamentalmente, na informação constante dos Relatórios e Contas individuais/consolidadas e dos Relatórios de Governo da Sociedade, fundamentalmente nos Balanços Consolidados, Demonstração dos Resultados Consolidados e Relatório sobre o Governo da Sociedade. Foram recolhidos através de pesquisa documental, no site oficial das empresas e na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)³ e são reportados a 31 de dezembro de 2012. Anotamos, a este respeito, que para a entidade Sport Lisboa e Benfica - Futebol, SAD se utilizou como período de reporte a data de 30 junho de 2013 pelo facto das sociedades desportivas terem um período contabilístico não coincidente com o ano civil.

³ www.cmvm.pt

2.2. Desenvolvimento das Hipóteses de estudo

Watts e Zimmerman (1990) asseguram que existe uma relação entre as escolhas contabilísticas das empresas e outras variáveis da própria empresa. Sugere-se, também, que o grau de conservantismo presente no relato financeiro é afetado por determinados atributos da empresa, como a sua dimensão, os incentivos contratuais ou o *corporate governance* (Givoly *et al.*, 2006).

Watts e Zimmerman (1990) argumentam, ainda, que as motivações para uma escolha oportunista podem ser agrupadas em hipóteses relacionadas com os custos políticos, com o endividamento ou com o plano de bónus. Neste sentido, são já vários os trabalhos que têm associado as escolhas contabilísticas à dimensão das empresas, ao seu nível de endividamento ou à compensação dada aos gestores. Conceição (2009) aponta, ainda, para a utilização de outras variáveis explicativas, para a investigação no domínio das escolhas contabilísticas, como seja a estrutura da propriedade, o tipo de setor de atividade ou as características de *corporate governance*.

A explicação para as relações entre as escolhas contabilísticas e as variáveis explicativas vem sendo amplamente sustentada pela literatura, em particular pelas teorias TPC e do conservantismo (Basu, 1997, Watts, 2003, Watts & Zimmerman, 1978, 1979 e 1990). Para o nosso estudo e, em particular, para efeitos de definição das hipóteses, considera-se, à semelhança de Demaria e Dufour (2007) e Bertoni e DeRosa (2005), que a opção pelo critério valorimétrico do justo valor não é uma escolha conservadora.

a) Dimensão

A dimensão das empresas é um fator que influencia a aplicação das normas internacionais (Guerreiro *et al.*, 2008). Por sua vez, a hipótese dos custos políticos pressupõe que quanto maior for a dimensão da empresa maior será a probabilidade dos gestores adotarem políticas contabilísticas capazes de lhe permitirem diminuir os resultados (Watts & Zimmerman, 1990) pelo simples facto de que as empresas de maior dimensão, porque mais expostas à atenção do Estado, incorrerem em maiores custos políticos e, por isso, recorrerem à utilização de políticas contabilísticas mais conservadoras (Watts & Zimmerman, 1978). Neste cenário, “... os resultados elevados podem ser negativamente interpretados como decorrentes de práticas monopolistas ...” levando as empresas a incorrer “... em custos elevados, que derivam da ação de lobbying que tenderão a fazer para diminuir os efeitos negativos da intervenção do Estado” (Conceição, 2009). É neste contexto que Watts (2003) vem defender que o conservantismo reduz os custos políticos.

Neste contexto podemos considerar a hipótese de que a dimensão das empresas está positivamente relacionada com o conservantismo. Sob uma outra perspetiva, e tendo assumido que o justo valor não é uma opção conservadora, podemos testar a relação entre a dimensão e o justo valor. Esta hipótese estabelece uma correlação entre a dimensão das empresas e o uso de procedimentos que aumentem os resultados (Astami & Tower, 2006). Considerando o justo valor

como um critério valorimétrico que permite o aumento dos resultados, levantamos a seguinte hipótese de investigação:

H1: *Existe uma relação negativa entre a dimensão das empresas e a opção pelo justo valor.*

b) Endividamento

Esta hipótese estabelece que quanto maior for o rácio de endividamento de uma empresa maior será a probabilidade dos gestores adotarem políticas contabilísticas que aumentem os resultados (Ferreira, 2005). A hipótese do endividamento assenta no estudo desenvolvido por Watts e Zimmerman (1990), que defendem que empresas com elevado peso de capitais alheios, relativamente ao capital próprio, são mais propensas a adotarem políticas contabilísticas que aumentem os resultados e *ceteris paribus* o capital próprio (Demaria & Dufour, 2007).

Nas empresas em que o rácio de endividamento se apresente elevado ou que estejam contabilisticamente próximas de infringir um contrato de dívida, os gestores tendem a aplicar políticas que concorram para aumentar os resultados para evitarem os custos de infração (Watts & Zimmerman, 1990, Astami & Tower, 2006, Missioner-Piera, 2004).

Com efeito, pode argumentar-se que existe uma relação negativa entre o rácio de endividamento e o conservantismo. Contudo, é necessário enfatizar que tal hipótese não é necessariamente consensual, uma vez que alguns autores defendem que há relação positiva entre o nível de endividamento e o conservantismo. Ahmeda e Duellman (2007) defendem que quem empresta dinheiro beneficia com a utilização de políticas conservadoras, porque há uma aceleração das infrações dos contratos de dívida, e que quem pede empréstimos também beneficia porque o uso de tais políticas, mais conservadoras, se traduz na contratação de taxas mais baixas. A este propósito Beekes *et al.* (2004) afirmam que as empresas que adotam políticas contabilísticas conservadoras sinalizam os financiadores dos empréstimos, indicando-lhes que os seus interesses estão a ser protegidos.

Ahmeda e Duellman (2007) defendem, ainda, que empresas com alto nível de endividamento tendem a registar maiores conflitos entre *bondholders*, portadores de títulos, e *hareholders* (acionistas) e que esta situação afeta positivamente a procura de políticas conservadoras. Ou seja, os autores vêm em defesa de que uma contabilidade conservadora tende a atenuar os conflitos entre *bondholders* e *shareholders* e que isto reduz o custo da dívida. Porém, e pese embora o argumento defendido, o resultado a que chegam sugere exatamente o oposto, ou seja, que o endividamento está negativamente relacionado com o conservantismo.

Assim, e considerando o que teoricamente é expectável, poderíamos testar se a relação entre o nível de endividamento das empresas e o conservantismo é negativa. Ou, ainda, tendo em conta

que o justo valor não é uma opção conservadora, testar se a relação entre o nível de endividamento e a opção do justo valor é positiva.

Esta hipótese foi também avançada por Astami e Tower (2006), que estudaram se o nível de endividamento está positivamente relacionado com o uso de políticas contabilísticas que aumentem os resultados. Considerando o justo valor como um critério de aumento de resultados, permitimo-nos levantar a seguinte hipótese:

H2: *Existe uma relação positiva entre o nível de endividamento e a opção pelo justo valor.*

c) Plano de Bónus

Beekes *et al.* (2004) referem que a existência de contratos de compensação dos gestores tende a influenciar o uso das políticas contabilísticas na medida em que, não raras vezes, a compensação dos gestores tende a ser estabelecida a partir da informação financeira. Esta hipótese estabelece que existe uma maior probabilidade de escolha de critérios contabilísticos que tendam para aumentar os resultados nas situações em que os gestores vejam a sua remuneração estabelecida a partir do desempenho bolsista ou do valor contabilístico da empresa (Ferreira, 2005).

Na maioria dos casos os gestores das empresas podem escolher políticas contabilísticas que lhe permitam ir de encontro ao cumprimento dos seus objetivos de acordo com os seus incentivos contratuais. A este propósito, Watts e Zimmerman (1978) defendem que os gestores adotam políticas que lhe permitam maximizar os seus próprios interesses. Assim, os gestores cuja compensação esteja relacionada com os resultados contabilísticos apresentados são mais permeáveis à utilização de procedimentos contabilísticos que aumentem os resultados (Missioner-Piera, 2004) e o valor dos ativos líquidos (Conceição, 2009). É com base nestes pressupostos que levantamos a seguinte hipótese:

H3: *Existe uma relação positiva entre a existência de incentivos contratuais e a opção pelo justo valor.*

d) Estrutura acionista

Diferentes estruturas acionistas explicam variações no desempenho e, conseqüentemente, afetam os resultados contabilísticos (Lemmom & Lins, 2003). A relação entre a estrutura acionista e o conservantismo contabilístico tem sido objeto de estudo por considerarem constituir uma variável significativa para determinar se as empresas adotam políticas conservadoras (Iona *et al.*, 2004, Beekes *et al.*, 2004). Neste particular, Iona *et al.* (2004) não só a consideraram relevante como, considerando como *proxy* da estrutura acionista a concentração da propriedade, concluíram que a estrutura acionista está positivamente relacionada com o conservantismo. Por sua vez, Beekes *et al.* (2004), que utilizaram como *proxy* da estrutura de propriedade o *external blockholding*⁴ por

⁴ O conceito *external blockholding* é definido como grandes participações qualificadas nas empresas, normalmente acima de 10% (Beekes *et al.*, 2004).

considerarem poderem servir de supervisores externos da qualidade da informação contábilística reportada, concluíram pela resistência ao uso de práticas contábilísticas agressivas. Por analogia, Astami e Tower (2006) afirmam que quando existe um alto nível de concentração de propriedade os acionistas podem exercer influência sobre a preparação da informação financeira. Pelo contrário, quando a estrutura de propriedade acionista é difusa os gestores têm maior oportunidade para o exercício da discricionariedade sobre as escolhas contábilísticas e tendem a optar por critérios que aumentem os resultados (Missioner-Piera, 2004).

Partindo do pressuposto de que o justo valor não é uma opção conservadora e da relação positiva entre a concentração da propriedade e o conservantismo podemos afirmar que a concentração da propriedade e o justo valor têm uma relação negativa. Sob outra perspectiva, podemos, também, considerar que o nível de concentração da estrutura acionista está relacionado de forma negativa com as opções contábilísticas que tendem para aumentar o resultado (Astami & Tower, 2006). Assim, e admitindo o justo valor como uma opção não conservadora e que conduz ao aumento de resultados, levantamos a seguinte hipótese:

H4: Existe uma relação negativa entre concentração da estrutura acionista e a opção pelo justo valor.

e) Setor de atividade

O setor de atividade faz com que as empresas enfrentem circunstâncias específicas que podem influenciar as suas opções contábilísticas. Sob este pressuposto, Conceição (2009) introduz a variável setor como uma variável de controlo.

Se há fontes empíricas que apontam para a inexistência de relação entre o setor e o conservantismo, como é o caso de Ball *et al.* (2000), outros há que concluíram, relativamente a um conjunto de empresas do setor financeiro, serem mais propensas à adoção do justo valor (Demaria & Dufour, 2007). Na verdade, os bancos gostam de apresentar bons “números”, nomeadamente ao nível dos resultados e da estrutura patrimonial (Conceição, 2009). Neste sentido, e partindo do fundamento de que o justo valor é uma opção contábilística que conduz ao aumento dos resultados e do valor líquido dos ativos, levantamos a seguinte hipótese de investigação:

H5: Empresas do setor financeiro são mais propensas à adoção do justo valor.

f) Corporate Governance

Nesta hipótese procuramos relacionar a opção pelo justo valor com a estrutura e composição do órgão de gestão. De acordo com Beekes *et al.* (2004) a composição do quadro de administração é um fator importante para aferir acerca da veracidade dos resultados. As empresas com uma boa estrutura de gestão são mais conservadoras. Adicionalmente, os quadros com mais *outsider*

*directors*⁵ têm propensão para uma maior supervisão e, concomitantemente, espera-se que defendam uma qualidade superior para a informação financeira com o objetivo de ver refletidas imediatamente as “más notícias”, ou seja, um maior conservantismo. Pelo contrário, empresas com uma estrutura de administração mais débil, com poucos *outside directors*, têm menor propensão para o controlo da qualidade informação contabilística, resultando numa maior propensão para o não relato das “más notícias” e, conseqüentemente, para persistirem numa atitude menos conservadora (Beekes *et al.*, 2004, Ahmeda & Duellman, 2007).

Considerando como *proxy* a independência dos membros do conselho de administração, Ahmeda e Duellman (2007) procuram estudar esta relação, a opção pelo justo valor com a estrutura e composição do órgão de gestão, e encontraram evidência suficiente para sustentar a existência de uma relação negativa entre a percentagem de *inside directors* e o conservantismo. Também Beekes *et al.* (2004) concluíram que as empresas com uma proporção de *outside directors* acima da média exibem um maior conservantismo. Por outro lado, Firstenberg & Malkiel (1980) evidencia que referem os diretores externos são importantes porque podem acrescentar valor ou melhorar o *performance* (resultados) da empresa, dada a sua experiência.

Tendo como fundamento o estudo de Firstenberg e Malkiel (1980) e levando em conta que o justo valor é uma opção contabilística que conduz ao aumento de resultados, podemos estabelecer uma relação entre a proporção de administradores independentes e o justo valor através da seguinte hipótese de investigação:

H6: *Existe uma relação positiva entre a proporção de administradores independentes e a opção pelo justo valor.*

g) Tipo de Auditor

Teixeira (2012) defende que a mensuração ao justo valor, quer seja determinado pela empresa ou por um perito avaliador não só se traduz num aumento da complexidade dos trabalhos de auditoria como também, e fundamentalmente, vem acarretar uma maior incerteza e subjetividade ao processo de mensuração.

Bastos (2009), partindo do pressuposto que as empresas internacionais de auditoria pretendem manter a credibilidade e independência da informação financeira sem comprometer a fiabilidade e neutralidade que se reconhecem ao custo histórico, considerou que o justo valor está negativamente relacionado com o tipo de auditor. Teixeira (2012) aponta, também, para a existência de evidência estatística que permite sustentar que a mensuração ao justo valor não é independente do tipo de auditor. Porém, existe uma fraca associação entre as duas variáveis e a que existem é em sentido contrário. Assim, e tendo em consideração a evidência apresentada por

⁵ São considerados como *outsider directors* os administradores independentes ou não executivos e *inside directors* os administradores não independentes ou executivos.

Teixeira (2012), que defende que o tipo de auditor “*Big-four*”⁶ revela uma tendência para a opção por práticas contabilísticas mais conservadoras, levanta-se a seguinte hipótese:

H7: *Existe uma relação negativa entre o justo valor e o tipo de auditor (“Big-four”).*

A Tabela 4 que a seguir se apresenta sintetiza as hipóteses levantadas para o desenvolvimento deste estudo bem como a relação esperada entre as variáveis explicativas e a opção pelo critério valorimétrico do justo valor.

Tabela 4: Resumo das Hipóteses de Investigação

H _x	Variável	Formulação das Hipóteses	Relação Esperada
H ₁	Dimensão da Empresa	Existe uma relação negativa entre a dimensão das empresas e a opção pelo justo valor	(-)
H ₂	Endividamento	Existe uma relação positiva entre o nível de endividamento e a opção pelo justo valor	(+)
H ₃	Plano de Bónus	Existe uma relação positiva entre os incentivos contratuais e a opção pelo justo valor	(+)
H ₄	Concentração Estrutura Acionista	Existe uma relação negativa entre concentração da estrutura acionista e a opção pelo justo valor	(-)
H ₅	Setor de atividade	Empresas do setor financeiro são mais propensas à adoção do justo valor	(+)
H ₆	Proporção de Administradores Independente	Existe uma relação negativa entre a proporção de administradores independentes e a opção pelo justo valor	(+)
H ₇	Tipo de auditor	Existe uma relação negativa entre o justo valor e o tipo de auditor (“ <i>Big-four</i> ”)	(-)

Fonte: Elaboração Própria

2.3. Definição das Variáveis Explicativas

Em conformidade com as hipóteses estabelecidas, as variáveis determinantes a testar são a dimensão, o nível de endividamento, o plano de bónus, a estrutura acionista, o setor de atividade e a *corporate governance*. Neste ponto da componente empírica, são apresentadas as definições operacionais das variáveis explicativas. A escolha de cada uma das *proxy* teve como suporte a tentativa de aproximação fiável à variável em análise. As escolhas efetuadas são ainda fundamentadas pela existência de outras investigações que para a mesma variável utilizaram *proxies* semelhantes.

⁶ *Big-Four* – conjunto formado por quatro empresas internacionais de auditoria: Deloitte, PricewaterhouseCoopers, Ernst & Young e KPMG.

Embora a literatura apresenta muitas formas de mensurar a dimensão, este estudo considera o valor total dos ativos líquidos. Este critério de medição da dimensão das empresas tem sido frequentemente usado em vários estudos, por exemplo, Demaria e Dufour (2007), Lopes e Rodrigues (2007), Astami e Tower (2006), Guerreiro *et al.* (2008), Missonier-Piera (2004), Barlev *et al.* (2007), Ahmeda e Duellman (2007), Iona *et al.* (2004), Conceição (2009), Teixeira (2012).

No entanto outras *proxies* poderão ser utilizadas para a variável dimensão. Está opinião é fundamentada por Teixeira (2012) que refere na sua investigação que a variável acima referido pode ser medida não só pelo valor do ativo total, como pelo volume de negócios, como pelo número de trabalhadores ou inclusive pelo valor do passivo total, porque, para o mesmo nível de solvabilidade (rácio entre capitais próprios e passivo) poderemos estar perante entidades com dimensões muito diferenciadas, medidas pelos restantes indicadores.

Similarmente para o nível de endividamento têm sido consideradas bastantes *proxies*. Porém, neste estudo utiliza-se o rácio passivo sobre capital próprio, que segundo Guerreiro *et al.* (2008) tem sido o indicador de endividamento mais usado pela literatura. Diversos estudos usam este critério, nomeadamente, Demaria e Dufour (2007), Lopes e Rodrigues (2007), Astami e Tower (2006), Conceição (2009) e Teixeira (2012).

Demaria e Dufour (2007) referem no seu estudo que a compensação dos gestores corresponde a uma variável binária, que assume o valor 1 quando a remuneração dos gestores é baseada em ações ou em opções sobre ações ou quando está associada ao desempenho (bolsista ou contabilístico) da empresa e 0 no caso se verifique inverso.

É de conhecimento geral que uma parte significativa das empresas em Portugal, incluindo as cotadas, são essencialmente de propriedade familiar e o capital está concentrado num reduzido número de acionistas (Lopes & Rodrigues, 2007). Talvez por esta razão, Iona *et al.* (2004) tenham utilizado como indicador da estrutura acionista a fração de ações detidas pelos maiores acionistas. Neste caso, a variável *proxy*, para a estrutura acionista seria a percentagem de ações detidas pelos maiores acionistas (p.e. os 4 ou 5 maiores acionistas). No entanto, dada a dificuldade em obter esse tipo de dados, relativos à concentração, decidimos utilizar, como medida da estrutura acionista, a percentagem de ações do capital social correspondente às participações qualificadas dos acionistas com direitos votos superiores a 2% ou 5% consoante os casos, uma vez que (teoricamente) esse tipo de informação faz parte da divulgação por parte das empresas, estando incluída nos relatórios de gestão das mesmas.

Relativamente à hipótese do tipo de setor, é adotada uma classificação das empresas como sendo financeiras ou não financeiras. O tipo de setor corresponde a uma variável binária, que assume o valor 1 para empresas financeiras e 0 para empresas não financeiras. Esta escolha é suportada por outros estudos que, para esta mesma variável, utilizaram *proxies* semelhantes, de que nos permitimos citar, a título exemplificativo, as investigações de Lopes e Rodrigues (2007) ou de Demaria e Dufour (2007).

Com o propósito de incluir características da estrutura de *corporate governance* como determinante da escolha do justo valor, este estudo usa como variável a proporção de administradores independentes no conselho de administração (Lopes & Rodrigues, 2007, Ahmeda & Duellman, 2007, Iona *et al.*, 2004). Esta informação foi retirada dos relatórios e contas das empresas. De referir, a este respeito, que no sentido de averiguar a independência dos gestores a CMVM aprovou, no Regulamento 10/2005, a obrigatoriedades das empresas cotadas em bolsa reportarem esta informação. Assim, e de um modo geral, os administradores são classificados como independentes quando não estão, por qualquer modo, associados a grupos de interesses específicos na sociedade ou se não são, em alguma circunstância, suscetíveis de serem afetada a sua isenção na análise e/ou no processo de tomada de decisão.

Relativamente a variável tipo de auditor, a *proxy* corresponderá ao tipo de emitente da certificação legal das contas, se é ou não uma “Big-four”. É uma variável dicotómica que assumirá 1 quando a certificação legal das contas for emitida por uma “Big-four”.

Apresentamos de seguida a Tabela 5, que sintetiza as variáveis explicativas bem como as respetivas definições operacionais e estabelece o efeito esperado na propensão para a adoção do método do justo valor, à luz das hipóteses avançadas nesta investigação. Adicionalmente, são enumerados outros estudos onde para a mesma variável explicativa foi utilizada uma definição operacional idêntica.

Tabela 5: Definição operacional das variáveis explicativas

Variáveis Explicativas	Designação	Definição Operacional	Relação Esperada	Fontes com idêntica metodologia:
Variável Dependente categórica: Justo Valor				
Dimensão da Empresa	Ln_AL	Logaritmo do Ativo Líquido	(-)	Demaria e Dufour (2007), Guerreiro <i>et al.</i> (2008), Missonier-Piera (2004), Barlev <i>et al.</i> (2007).
Endividamento	P/CP	Rácio <i>Debt/Equity</i> = Passivo/Capital Próprio	(+)	Demaria e Dufour (2007), Lopes e Rodrigues (2007), Astami e Tower (2006)
Plano de Bónus	C_G	Variável binária: 1 se a compensação dos gestores está indexada à performance contabilística e/ou bolsista da empresa; 0 no caso contrário	(+)	Demaria e Dufour (2007)
Concentração Estrutura Acionista	CEA	% de ações do capital social, correspondentes às participações qualificadas dos acionistas com direitos voto > 2%	(-)	Conceição (2009)
Setor	FI	Variável binária: 1 para o	(+)	Lopes e Rodrigues (2007),

		setor financeiro; 0 para o caso contrário		Demaria e Dufour (2007).
Proporção de administradores independente	I_G	% de gestores independentes no quadro da administração	(-)	Lopes e Rodrigues (2007), Ahmeda e Duellman (2007), Iona <i>et al.</i> (2004) e Firstenberg & Malkiel (1980)
Tipo de Auditor	"Big-four"	variável dicotómica que assumirá 1 quando a certificação legal das contas for emitida por uma "Big-four"	(+)	Teixeira (2012)

Fonte: Elaboração Própria

2.4. Método Estatístico

O estudo que se propõe é de natureza quantitativa e o método econométrico de análise que se afigura como o mais adequado corresponde ao modelo de regressão logística (conhecido, também, como *logit*). A escolha prende-se, essencialmente, com o facto da variável dependente ser binária. Estando o estudo centrado na análise da opção entre o custo histórico ou o justo valor, foram criadas duas variáveis binárias correspondentes, cada uma, ao critério de mensuração. Assim, foi criada a variável "justo valor" que assume o valor 1 se a opção for este critério e 0 caso a opção recaia sobre o critério do custo histórico. O facto de a variável dependente ser binária inibe a utilização do método dos mínimos quadrados ordinários (Conceição, 2009). Por outro lado, quando a variável dependente é dicotómica e as independentes são contínuas, como é o caso das variáveis em análise nesta investigação, o modelo adequado é o *logit* (Teixeira, 2012).

Encontrámos, para tanto, justificação nos trabalhos desenvolvidos por Demaria e Dufour (2007), que apresentaram a metodologia de análise *logit* como a geralmente utilizada para estimar, a partir das características das empresas, a análise da probabilidade do exercício de opções, entre uma opção conservadora e uma não conservadora. Também Minton e Wruck (2001) defendem a análise de regressão *logit* como a mais utilizada para identificar as características das empresas, associadas a políticas conservadoras. A par destes, a utilização da regressão *logit* está presente em diversos estudos, nacionais e internacionais, e desenvolvidos com objetivos semelhantes (Conceição, 2009, Teixeira, 2012, Iona *et al.*, 2004, Demaria & Dufour, 2007, Milton & Wruck, 2001, Missionier-Piera, 2004). Esse modelo tem sido o mais utilizado nos estudos empíricos realizados apresentando-se, assim, com base nos modelos conceptuais propostos, como uma técnica analítica apropriada uma vez que estes incluem uma variável dependente categórica (binária ou dicotómica) e várias variáveis independentes contínuas.

Esta investigação empírica sugere a utilização de uma análise multivariada para testar as hipóteses relacionadas com a adoção do critério valorimétrico do justo valor. Assim, a ligação entre a adoção dos critérios valorimétricos adotados pelas empresas da amostra para a mensuração das propriedades de investimento e as características dessas empresas será testada

com recurso à estimação do modelo logit. Para tentar perceber os fatores determinantes da escolha do justo valor / custo histórico (JV/CH) como modelo de valorização do ativo em estudo, as propriedades de investimento, desenvolvemos sete hipóteses de pesquisa que procuram relacionar algumas características / indicadores financeiros das empresas da amostra com a escolha do método de valorização (JV/CH). Para tanto definimos a variável dependente e uma variável dummy que assume o valor um (1) quando a empresa opta pelo modelo de JV e zero (0) caso a preferência seja pelo CH.

Tendo em consideração a formulação apresentada como critério geral pela literatura internacional, o modelo de regressão logística múltipla adotado na investigação é:

$$(1) Y = \text{logit}(p) = \ln p/1-p = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n + \epsilon$$

Onde Y é uma variável dicotómica, que assume os valores 1 (y=1) caso a empresa opta pelo JV e 0 (y=0) caso a preferência seja pelo CH; p/ 1-p o rácio de probabilidade, conhecido na literatura internacional como odd-ratio, β_0 o coeficiente do termo constante; β_1 , β_2 e β_n os coeficientes das variáveis independentes; X_1 , X_2 , ..., X_n as variáveis independentes (que refletem a influência das variáveis explicativas em relação à probabilidade de interesse, no caso a opção por um determinado critério valorimétrico – o justo valor) e ϵ representa o termo de erro estocástico.

De referir, ainda, que este modelo segue uma distribuição binomial, invalidando todos os testes no pressuposto da normalidade da distribuição. Assim, e em vez do método dos mínimos quadrados, o método aqui utilizado para estimar os parâmetros é o da máxima verosimilhança, que consiste em estimar valores para parâmetros desconhecidos que maximizam a probabilidade de ter um conjunto de dados observados.

Na tabela 5 foram apresentadas as definições operacionais para cada uma das variáveis do modelo, pelo que se remete para esse capítulo a forma de cálculo utilizada em cada variável. O modelo foi estimado para as 114 observações da amostra através de uma regressão logística simples, ou seja, em que se analisa a influência de cada uma das variáveis independentes sobre a probabilidade de opção pelo JV isoladamente. Assim, para testar as hipóteses definidas anteriormente, cada modelo econométrico logit simples é expresso com as seguintes especificações:

$$H1: Escolha^*i = \beta_0 + \beta_1 Ln_Ali + \epsilon_i$$

$$H2: Escolha^*i = \beta_0 + \beta_2 P/CPi + \epsilon_i$$

$$H3: Escolha^*i = \beta_0 + \beta_3 C_Gi + \epsilon_i$$

$$H4: Escolha^*i = \beta_0 + \beta_4 CEAi + \epsilon_i$$

$$H5: Escolha^*i = \beta_0 + \beta_5 Fli + \epsilon_i$$

$$H6: Escolha^*i = \beta_0 + \beta_6 I_Gi + \epsilon_i$$

$$H7: Escolha^*i = \beta_0 + \beta_7 Auditori + \epsilon_i$$

Com:

$$1) \text{ Escolha } i = \{ 1, \text{ se } \text{Escolha}^*i > 0 \text{ e } 0, \text{ se } \text{Escolha}^*i \leq 0 \}$$

Onde:

Escolha: É a efetiva opção pelo JV ou pelo CH;

Escolha*: É a variável latente da predisposição para a escolha ser pelo JV; Trata-se de uma Variável Binária que assume o valor 1 se as empresas adotam o JV e 0 no caso contrário; $i=1...114$, no caso da "IAS 40 - propriedade de investimento".

2.5. Análise e Discussão dos Resultados

2.5.1. Análise Estatística Descritiva

Apresentamos na tabela 6 as medidas de estatística descritiva para cada uma das variáveis explicativas do estudo.

Tabela 6. Estatísticas descritivas das variáveis explicativas

Elementos Estatísticos	Dimensão	Endividamento	Concentração estrutura acionista	Independência dos Gestores		
Média	18,36	6,53	76,36 %	0,19		
Mediana	18,45	2,37	87,65%	0,00		
Máximo	25,48	122,80	100,00%	100,00		
Mínimo	11,78	- 30, 11	0,00%	0,00		
Desvio Padrão	2,76	15,73	0,29%	0,25		
Variáveis <i>Dummy</i>	Compensação dos gestores		Sector		Big-four	
	N	%	N	%	N	%
	39	34,00%	13	11,00%	73	64%
Nº de observações	114	100%	114	100%	114	100%

Fonte: Elaboração Própria

Na tabela 5 foram apresentadas as definições operacionais de cada uma das variáveis do modelo, pelo que se remete para esse capítulo a forma de cálculo utilizada em cada variável. No entanto, para facilitar a compreensão da análise da tabela 6, recordamos aqui as definições operacionais das variáveis. Embora a literatura apresente muitas formas de mensurar a dimensão, este estudo considera como *proxy* o logaritmo do valor total dos ativos líquidos. Para o nível de endividamento têm sido consideradas bastantes *proxies*. Porém, neste estudo utiliza-se o rácio passivo sobre capital próprio. A variável compensação dos gestores corresponde a uma variável binária, que assume o valor 1 quando a remuneração dos gestores é baseada em ações ou em opções sobre ações ou quando está associada ao desempenho (bolsista ou contabilístico) da empresa e 0 caso se verifique o inverso. Em relação à concentração da estrutura acionista definimos que a *proxy*

corresponderá à percentagem de ações do capital social, correspondentes às participações qualificadas dos acionistas com direitos de voto superiores a 2% ou 5%. O tipo de setor corresponde a uma variável binária, que assume o valor 1 para empresas financeiras e 0 para empresas não financeiras. Com o propósito de incluir características da estrutura de corporate governance como determinante da escolha do justo valor, este estudo usa como variável a proporção (%) de administradores independentes no conselho de administração. Por fim, para a variável tipo de auditor, a *proxy* corresponderá ao tipo de emitente e será uma variável dicotômica que assumirá 1 quando a certificação legal das contas for emitida por uma “*Big-four*” e 0 caso seja emitida por outras empresas de auditoria.

Tendo por base os valores obtidos por estas medidas estatísticas pode-se constatar que, em termos gerais, os dados apresentam variabilidade e uma certa homogeneidade como se pode verificar pelo resultado obtido para o desvio padrão apresentado. Contudo, e à exceção do elemento estatístico P/CP, a variação é pouco significativa. O ativo líquido médio foi, em 2012, para as empresas da amostra, de 18,36 milhares de euros, para o que foi apurado um desvio padrão de 2,75, conforme tabela 6. Este valor mostra que existe uma pequena dispersão dos resultados, variando entre 11,78 e 25,48 milhares de euros. Relativamente ao grau de alavancagem financeira (endividamento), os valores situam-se entre -30,11 e 122,80, sendo o valor médio de 6,53 o que revela que as empresas da amostra registaram, para o ano 2012, em média, um passivo quase sete vezes superior ao Capital Próprio. De salientar, ainda, que o rácio de endividamento assume um valor mínimo negativo, explicado pelo facto de algumas empresas da amostra apresentarem capital próprio negativo no período em análise, ano de 2012. Facto que, presumimos, pode ser suscetível de deturpar um pouco a análise desta variável. Situação que acompanharemos e analisaremos e, caso seja necessário, ponderaremos a sua retirada da amostra para efeitos de regressão do modelo. Relativamente à concentração da estrutura acionista verifica-se que, em média, 76% das ações são detidas pelos maiores acionistas. A variável de independência da gestão varia entre um mínimo de 0% de gestores independentes no quadro de administração e um máximo de 100%, com uma média de 0,19, o que nos permite constatar que, em média, as empresas têm 19% de gestores independentes no quadro de administração. A variável compensação assume um valor de 39 o que mostra que, numa amostra com n=114, cerca de 34% das empresas remuneraram os gestores sob a forma de ações ou opções sobre ações e, ou, segundo o desempenho (bolsista ou contabilístico) da empresa. No que diz respeito à variável setor podemos afirmar que 11% das empresas pertencem ao setor financeiro. Quanto à variável tipo de auditor os valores mostram que em cerca de 64% das empresas da amostra as “*Big-Four*” surgem como responsáveis pela emissão da certificação legal de contas, o que vale por dizer que a maior parte das entidades (73) optam por empresas de auditoria mais “conceituadas”.

Tendo em conta que o objetivo central deste estudo é o de identificar, nas DF, as opções valorimétricas na mensuração das propriedades de investimento, entendemos oportuno começar

por identificar qual o critério utilizados pelas empresas da amostra na mensuração desse grupo de ativos, o que fazemos na tabela 7 que se segue.

Tabela 7: Opções de valorimetria para as Propriedades de Investimento

Critério de Mensuração	Propriedades de Investimento (IAS 40)	
	N	Total (%)
Custo Histórico	63	55%
Justo Valor	51	45%
Total	114	100%

Fonte: Elaboração própria

A análise da tabela 7 permite concluir que, em termos gerais, existe um certo equilíbrio entre a utilização do critério do custo histórico e o do justo valor na mensuração das propriedades de investimento, ainda que com uma ligeira vantagem para o do custo histórico. A prevalência, ainda que não significativa, do critério do custo histórico (55% das entidades da amostra), pode ser explicada pela maior complexidade que envolve a valorimetria ao justo valor e, fundamentalmente, pela dificuldade, quando não impossibilidade, de se poder contar com um mercado ativo, suficientemente competitivo e aberto para servir de referência. Assim, e não obstante a filosofia do IASB, presente também no SNC, se fazer assentar em critérios de mercado e, conseqüentemente, com um maior ênfase na adoção do justo valor, a sua utilização no reconhecimento subsequente como critério de referência para alguns grupos de ativos encontra limitações, desde logo no que respeita à sua operacionalização.

Na tabela 8 que se segue apresentamos os resultados da nossa análise relativamente ao tipo de entidade emitente da certificação legal de contas. Não obstante se poder falar, globalmente, na existência de um certo equilíbrio relativamente aos critérios de mensuração usadas, também não é menos verdade que as “Big-four” são responsáveis pela emissão da certificação legal de contas de 64% das empresas da amostra. Apenas 36 das entidades recorreram a outras empresas de auditoria. Relativamente aos critérios, das 51 entidades que aplicam o justo valor como critério de mensuração das propriedades de investimento, 67% têm as suas contas certificadas por uma “Big-four”, o que não deixa de evidenciar uma certa tendência.

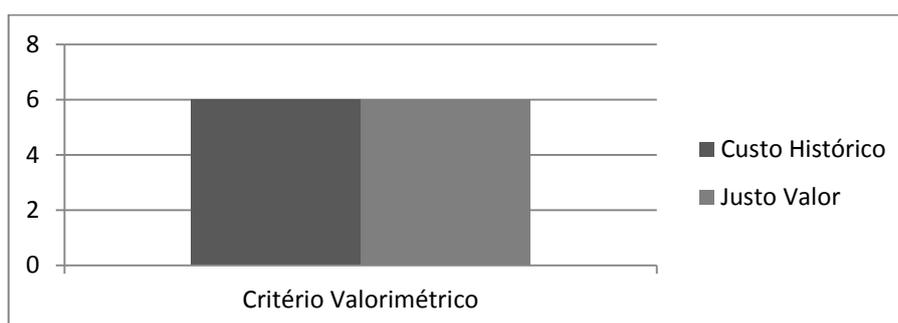
Tabela 8: Emitente de Certificação Legal de Contas

Tipo de Auditor	Custo Histórico		Justo Valor		Total da Amostra (IAS 40)	
	N	Total (%)	N	Total (%)	N	Total (%)
Big - Four	39	62%	34	67%	73	64%
Outros	24	38%	17	33%	41	36%
Total	63	100%	51	100%	114	100 %

Fonte: Elaboração própria

Embora não seja objetivo primordial desta investigação analisar o comportamento das empresas do PSI 20 relativamente à valoração das propriedades de investimentos, considerámos oportuno proceder a esta análise. Em condições normais estaríamos a analisar as 20 entidades que integram o índice do PSI20 em 31 de dezembro de 2012. Porém, consideramos apenas 14 porque 8 dessas entidades não possuíam propriedades de investimento nos seus relatórios e contas para o período em análise, o ano de 2012. Assim, no caso do estudo consideramos como *proxy* para definição do critério de mensuração a variável índice de referência do mercado bolsista português, (PSI20), os resultados descritos obtidos apresentam-se na figura 1 que a seguir se apresenta.

Gráfico 1. Aplicação de Critérios Valorimétricos PSI20 (IAS 40)



Fonte: elaboração própria

Tendo em consideração os valores apresentados na figura 1, existe um equilíbrio entre os dois critérios valorimétricos, o que parece indicar que integrar o PSI20 não influencia as opções valorimétricas.

Da análise estatística e descritiva dos dados permitimo-nos concluir que o justo valor não é o critério de mensuração preferencialmente escolhido pelas empresas. A este respeito Conceição (2009) afirma existir uma preferência quase unânime pelo custo histórico. Os nossos resultados apontam para uma preferência pelo custo, ainda que não muito significativa, tendo em conta o equilíbrio verificado no exercício das opções de valoração das propriedades de investimento pelas empresas da amostra.

Para um maior alcance destes resultados vamos, no ponto que se segue, procurar averiguar quais as características das empresas que escolhem o critério do justo valor como método de valorização das propriedades de investimento.

2.5.2. Análise Econométrica – Modelo Logit

Os resultados evidenciados na Tabela 9 que a seguir se apresentam dizem respeito aos resultados estimados para os fatores explicativos da probabilidade de adoção do critério do JV.

Tabela 9: Resultado estimado para a probabilidade de adoção do critério do justo valor, por Variável Independente

Variáveis	Coeficiente estimado (β)	Desvio padrão	Valor de prova	Nível de Significância	Odds ratio
<i>Ln_Al</i>	-0,040	0,069	0,557	---	0,960
constante	0,530	1,275	0,677		1,699
P/CP	0,027	0,017	0,112	---	1,028
constante	0,383	0,214	0,073		0,682
C_G	0,719	0,401	0,073	*	2,053
constante	-0,461	0,237	0,052		0,630
CEA	0,215	0,657	0,744	---	1,239
constante	-0,375	0,537	0,485		0,687
FI	1,150	0,634	0,069	*	3,161
constante	-0,340	0,202	0,092		0,712
I_G	1,705	0,790	0,031	**	5,503
constante	-0,532	0,242	0,028		0,587
Big-four	0,364	0,397	0,359	---	1,439
constante	-0,446	0,320	0,163		0,64

Notas: ***, ** e * indicam níveis de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente; --- indica que o coeficiente estimado não é estatisticamente significativo (nível de confiança < 90%).

Fonte: Elaboração própria.

Em termos estatísticos consideramos que o limite para o valor de prova deve ser inferior a 10% pois consideramos que os resultados que apresentam um nível de confiança inferior a 90% não apresentam significância estatística suficiente para serem admitidos como valores estatisticamente sólidos que não deturpem, significativamente, a análise a ser efetuada.

Os valores apresentados na última coluna da tabela 9 são chamados de *odd-ratios*, ou seja, o rácio de probabilidade da ocorrência de um acontecimento, tal como já foi referido, sendo estes os valores em análise uma vez que são aqueles que possuem um significado económico. O acontecimento, neste caso particular, refere-se à probabilidade de opção pelo justo valor por uma parte das empresas consideradas na amostra. Em termos gerais podemos dizer que se o valor do *odd-ratio* for superior a 1, a probabilidade de opção pelo justo valor é superior à probabilidade de opção pelo custo histórico, tendo em conta uma determinada variável explicativa da opção. Caso o valor do *odd-ratio* seja inferior a 1, ocorre exatamente a situação inversa. A apresentação do valor de *odd-ratio*, em detrimento do coeficiente estimado, apresenta uma vantagem adicional – permite o cálculo, simples e imediato, da probabilidade associada a cada fator explicativo uma vez que o *odd-ratio* corresponde estatisticamente à exponencial do coeficiente estimado e é critério preferido, em relação a este último, pela sua simplicidade e facilidade de interpretação em termos económicos.

Em simultâneo com os *odd-ratios*, é igualmente apresentada na tabela 9 a significância estatística dos coeficientes estimados, considerando os níveis de significância de 1%, 5% e 10%, de forma a avaliar a robustez dos resultados apresentados. Os resultados da estimação das regressões simples, de um modo geral, confirmam que as quatro (4) variáveis – a Dimensão, o Endividamento, Concentração da estrutura acionista e tipo de auditor *Big-four* – individualmente

consideradas não se assumem estatisticamente significativas, não se podendo retirar conclusões robustas sobre a influência de cada uma dessas variáveis na probabilidade de opção pelo justo valor. Assim, também não é possível confirmar ou rejeitar as hipóteses associadas a cada uma das variáveis. Contrariamente, é possível observar que: (i) para um nível de significância de 10%, as variáveis Compensação dos gestores e setor são estatisticamente significativas e, (ii) para um nível de significância de 5%, a variável Independência dos estores é também estatisticamente significativa.

Desta forma, e salvaguardadas as devidas reservas, são confirmadas as hipóteses H₃, H₅ e H₆ pelo que as variáveis compensação dos gestores, setor financeiro e a independência de gestores tendem a influenciar a opção pelo do justo valor como método de mensuração das propriedades de investimento por parte das empresas observadas. Pelo contrário, as hipóteses H₁, H₂, H₄ e H₇ não são confirmadas por este modelo, pelo que sobre a influência da Dimensão, o Endividamento, Concentração da estrutura acionista e tipo de auditor *Big-four* na probabilidade de se optar pelo do justo valor, nada se pode concluir.

Assim, constata-se a existência de três hipóteses confirmadas. Relativamente à compensação dos gestores, podemos afirmar que as empresas cuja remuneração dos gestores depende do desempenho bolsista/contabilístico apresentam uma probabilidade cerca de 2 vezes superior de optarem pelo justo valor do que pelo custo histórico. Este resultado apresenta significância estatística de 10%, o que nos leva a confiar nos resultados com 90% de certeza. Assim, confirma-se a H₃ – quando se verifica a existência de incentivos contratuais estes influenciam, positivamente, a opção de mensuração pelo justo valor.

Quanto ao setor é possível afirmar, com 90% de confiança, a existência de uma relação positiva entre o setor financeiro e a opção pelo justo valor, uma vez que a variável binária associada ao setor é estatisticamente significativa para um nível de significância de 10%. O rácio de probabilidade diz-nos que as empresas financeiras têm 3,161 vezes mais probabilidade de optarem pelo justo valor do que pelo custo histórico. Confirma-se a H₅.

Por fim, é com 5% de nível de significância que podemos assegurar que existe uma relação positiva entre a proporção dos administradores independentes (I_G) e a opção pelo justo valor. O rácio de probabilidade associado a esta variável é de 5,503, ou seja, as empresas com uma maior proporção de administradores independentes nos quadros da administração têm uma probabilidade cerca de 5,5 vezes superior de adotar o critério do justo valor do que o critério do custo histórico. Com uma confiança estatística de 95% aceita-se a H₆.

2.5.3. Discussão dos Resultados

Tendo em conta as hipóteses em estudo e os resultados obtidos passamos a apresentar uma breve discussão dos mesmos frente à teoria. Não obstante as variáveis com significância estatística para a estimação do modelo terem sido somente compensação dos gestores, setor

financeiro e independência de gestores, discutiremos, também, ainda que de forma breve, as outras variáveis consideradas e que não resultaram estatisticamente significativas. Adicionalmente será efetuada uma comparação entre resultados de estudos nacionais com os realizados noutros países.

a) Dimensão

Relativamente à dimensão os resultados obtidos não nos permitem retirar conclusões, pelo que não nos permitem confirmar os apresentados por Watts e Zimmerman (1978), Conceição (2009) e Qualgi e Avallone (2010), para quem a opção pelo justo valor está negativamente relacionada com a dimensão. As empresas de maior dimensão estão mais expostas a custos políticos, o que conduz ao uso de políticas contabilísticas mais conservadora como forma de reduzir os custos políticos que enfrentam (Watts & Zimmerman, 1978). Por sua vez, Demaria e Dufour (2007) e Astami e Tower (2006) concluíram que a variável dimensão não se assume significativa quando relacionada com a opção pelo justo valor ou com a seleção de políticas contabilísticas que aumentem os resultados.

b) Endividamento

A segunda hipótese testada sugere que as empresas com maior nível de endividamento têm maior incentivo em adotar o justo valor. Apesar de termos estabelecido como hipótese de partida uma relação positiva entre o nível de endividamento e o uso de políticas contabilísticas que tendam para aumentar os resultados (justo valor), não obtivemos evidência estatística significativa que comprove essa hipótese. O nível de confiança nos resultados obtidos é inferior a 90% o que não nos permite confirmar a hipótese inicialmente estabelecida, ou seja, que as empresas com maior rácio de dívida sobre capital próprio são mais propensas a adotarem o justo valor, como método de mensuração das propriedades de investimento, no sentido de aumentarem os resultados para evitarem os custos de violação desse rácio. Em sintonia estão os resultados apresentados por Demaria e Dufour (2007), que apontam para a inexistência de relação entre a opção pelo justo valor e o nível de endividamento, e de Missioner-Piera (2004), que conclui pela inexistência de relação entre o nível de endividamento e o uso de políticas contabilísticas que influenciem os resultados.

c) Plano de Bónus

Uma outra hipótese do modelo sugere que o justo valor se consubstancia no método de mensuração das propriedades de investimento em empresas onde a remuneração dos órgãos de gestão se faz depender do desempenho bolsista/contabilístico. Os resultados obtidos apontam para a existência de relação entre o plano de bónus e a opção pelo justo valor, ou seja, poder-se-á concluir que a existência de incentivos contratuais influencia a opção pelo justo valor porque os gestores, movidos pelo seu comportamento oportunista, tendem a utilizar procedimentos que

acelerem o reconhecimento dos resultados quando a sua compensação vária de acordo com os resultados relatados. Este resultado não corrobora as conclusões retiradas por Conceição (2009) e Demaria e Dufour (2007), que apontam para a ausência de relação entre o plano de bônus e a opção pelo justo valor.

d) Estrutura Acionista

De acordo com a quarta variável explicativa do modelo seria expectável que as empresas com maior concentração da estrutura acionista apresentassem menor propensão para a adoção do justo valor. Quando a concentração da estrutura acionista é elevada existe uma maior exigência quanto à qualidade da informação reportada, na medida em que esses acionistas podem exercer influência sobre o relato financeiro. Pelo contrário, se a estrutura acionista é difusa os gestores têm maior oportunidade para o exercício da discricionariedade sobre as escolhas contabilísticas e tendem a adotar métodos que aumentem os resultados (Conceição, 2009). Os resultados obtidos levam-nos a concluir que a variável estrutura acionista não se assume estatisticamente significativa no modelo estimado. Recordamos, a este respeito, que as empresas portuguesas são caracterizadas por elevadas concentrações da estrutura acionista, mesmo naquelas em que seria expectável uma maior dispersão, como é o caso das empresas com ações admitidas à cotação. Na nossa amostra, a variável concentração da estrutura acionista apresenta uma média de 76,36% e uma mediana de 87,65%, tendo como valor mínimo 0,00% e valor máximo 100,00%, conforme tabela 6. Desta forma, a não validação de uma relação estatisticamente significativa poderá ficar a dever-se aos elevados valores de concentração da estrutura acionista que foram encontrados nas empresas que integram a nossa amostra. Os resultados obtidos corroboram os apresentados por Conceição (2009), que, tal como nós, concluiu pela ausência de relação entre a concentração da estrutura acionista e a opção pelo justo valor.

e) Setor

A variável setor foi introduzida como variável de controlo com o intuito de aferir se a opção pelo justo valor é comum entre empresas do mesmo setor, particularmente do setor financeiro. A hipótese testada assume, à partida, que as empresas do setor financeiro são mais propensas à adoção do justo valor. Os resultados obtidos permitiram confirmar a existência de critérios uniformes entre o setor financeiro e a opção pelo justo valor, uma vez que a variável binária associada ao setor se assume estatisticamente significativa (10%), o que nos leva a confiar nos resultados com 90% de certeza. Deste modo, dada a existência de significância associada àquela variável é a mesma confirmada e permitimo-nos concluir pela existência do efeito da variável setor financeiro na opção pelo justo valor. Os resultados obtidos não certificam, porém, os apresentados por Conceição (2009), que concluiu pela ausência de relação entre o setor financeiro e a opção pelo justo valor. Não obstante os resultados obtidos não corroborarem a teoria e independentemente dos motivos que o possam justificar, é nossa convicção que os mesmos

estão, em parte, relacionados com as características específicas do setor financeiro, que induzem e/ou incentivam ao exercício da opção pelo justo valor.

f) Corporate Governance

Nesta investigação foi ainda formulada a hipótese de que empresas com uma maior proporção de administradores independentes teriam menos incentivos em adotar o justo valor. A *proxy* utilizada para medir a variável de *corporate governance* foi a percentagem de administradores independentes das empresas. A variável proporção dos administradores independentes revelou ser, neste estudo, estatisticamente significativa, em sintonia com os resultados apresentados por Firstenberg e Malkiel (1980), que também encontraram evidência suficientemente robusta para concluir que a percentagem de *outside directors* está positivamente relacionada com a opção pelo justo valor. Assim, e em linha com a teoria, os resultados apontam que quanto maior for a percentagem dos administradores independentes maior é a possibilidade das empresas optarem pelo justo valor, ou seja, confirmam a hipótese inicialmente estabelecida. Isto é, empresas com uma maior proporção de administradores independentes no quadro de administração têm mais probabilidades de adotar o justo valor para a mensuração das propriedades de investimento.

g) Tipo de Auditor

Pelo resultado obtido pelo valor de prova ($p\text{-value} = 0,359$) o tipo de auditor não influencia a opção pelo critério valorimétrico, apesar da análise descritiva apontar que as diferenças entre os dois grupos eram estatisticamente significativas. Também Teixeira (2012) havia concluído pela inexistência de relação entre a emissão da certificação por uma *Big-four* e a opção pelo justo valor. A inexistência de relação encontra explicação no facto de caber aos gestores a escolha das políticas contabilísticas e ao auditor de assegurar que essas políticas foram convenientemente aplicadas e concorrem para a obtenção da imagem verdadeira e apropriada da entidade.

Globalmente, os resultados obtidos no presente estudo aproximam-se dos apresentados por estudos semelhantes desenvolvidos noutros países (Demaria & Dufour, 2007, KPMG, 2006, Comissão Europeia, 2007), relativamente aos critérios de mensuração das propriedades de investimento. A comparação internacional dos resultados sugere que quando existe a possibilidade de opção entre o custo histórico e o justo valor as empresas, habitualmente, escolhem o modelo do custo histórico (Comissão Europeia, 2007), facto que encontra explicação na maior familiaridade com o critério do custo histórico e na crença de que a opção pelo modelo do custo reduz as assimetrias informativas e aumenta a credibilidade da informação junto dos seus utilizadores. Por sua vez, a reduzida opção pelo justo valor pode ser explicada pela subjetividade que envolve a sua determinação, especialmente quando não existe um mercado ativo, e pelo maior custo que a sua utilização acarreta (Conceição, 2009).

Em jeito de síntese apresentamos, na tabela 10 que se segue, um resumo dos resultados obtidos nesta investigação em comparação com os apresentados por outras.

Tabela 10: Discussão e Comparação dos Resultados

Tipo do ativo	Autor (es)	Variáveis explicativas/ independentes	Relação esperada	Resultado obtido	Resultado da investigação atual
Propriedade de Investimento	Variável Dependente categórica: Justo Valor				
	Demaria e Dufour (2007); Astami e Tower (2006)	Dimensão da empresa	(-)	Não influência	Não influência
	Missioner-Piera (2004)	Endividamento	(+)	Não influência	Não influência
	Demaria e Dufour (2007)	Plano de Bônus	(+)	Não influência	Influência
	Conceição (2009)	Concentração Estrutura acionista	(-)	Não influência	Não influencia
	Conceição (2009)	Sector	(+)	Não influência	Influência
	<i>Beeks et al. (2004)</i>	Proporção dos administradores Independentes	(+)	Não influência	Influência
	Teixeira (2012)	Tipo de auditor	(+)	Não influência	Não Influência

Fonte: Elaboração própria

A tabela põe em evidência que para as variáveis dimensão, endividamento, concentração de estrutura acionista e tipo de auditor os resultados obtidos comprovam os apresentados por outros autores, ou seja, concluiu-se em ambos pela ausência de relação entre esses fatores e a opção pelo justo valor. Com relação às variáveis plano de bônus, setor e proporção dos administradores independentes os resultados não corroboram os resultados de estudos anteriores. Os resultados desta investigação permitem confirmar a existência de influência dessas variáveis na opção pelo justo valor, contrariamente aos trabalhos anteriores que concluíram pela inexistência de reação entre essas variáveis e a opção vaorimetrica pelo justo valor. Nesse sentido os resutados vêm reforçar a ideia de que estas variáveis carecem ser estudadas de modo a poder-se confirmar ou refutar os resutados desta investigação.

CONCLUSÕES E FUTURAS LINHAS DE INVESTIGAÇÃO

O processo de reforma contabilística a que temos vindo a assistir um pouco por todo o mundo, nomeadamente no espaço europeu, abriu uma enorme oportunidade à investigação em ciências empresariais, especialmente no campo da contabilidade. A implementação das *IAS/IFRS* em 2005 nos países da UE teve consequências para os normativos nacionais e gerou novas oportunidades para as próprias empresas, particularmente no que respeita à possibilidade e ao incentivo para a adoção do justo valor como método de mensuração no reconhecimento subsequente de determinados ativos e passivos.

Enquanto o modelo contabilístico internacional, protagonizado pelo IASB, privilegia as bases de valorização voltadas para o mercado, os países de influência continental, onde Portugal se insere, são seguidores do modelo contabilístico *code law* e de práticas contabilísticas conservadoras. Porém, a crescente influência do modelo internacional e, inclusivé, a obrigatoriedade da sua aplicação por parte de algumas empresas desde 2005, levou a utilização do justo valor em áreas onde o custo histórico vinha sendo o critério dominante.

Neste sentido, este estudo apresenta como objetivo geral o de procurar identificar o grau de adesão, por parte das empresas portuguesas, ao critério valorimétrico do justo valor na mensuração das propriedades de investimento e, ainda, identificar e procurar compreender quais os fatores explicativos ou passíveis de explicar as opções contabilísticas que, a este nível, as empresas tomam. Para tanto, suportámos a nossa análise nos relatórios e contas reportados ao ano de 2012 de um conjunto de 114 entidades que formam a nossa amostra, constituída por entidades com sede e/ou legalmente registadas em Portugal, algumas delas com valores mobiliários admitidos à negociação no mercado regulamento da *Euronext Lisbon* em 31 de dezembro de 2012.

Os resultados da análise descritiva revelam que, não obstante o normativo (IAS 40) apresentar como critério de referência para a mensuração das propriedades de investimeto o justo valor, o grau de adesão a esta base de valorização, por parte das empresas nacionais, é ainda reduzida. Das 114 empresas analisadas, e que possuem este tipo de ativo no balanço, apenas cerca de 45% utilizam o justo valor como critério de valoração, o que em termos quantitativos corresponde a 51 entidades. A maioria (55%) 63 empresas, utiliza o critério do custo histórico. Estes resultados estão em linha com a teoria, que aponta para uma preferência pelo custo histórico. A maior familiaridade com o custo histórico ou a simplicidade na sua aplicação surgem como razões vulgarmente apontadas para justificar esta preferência. A reduzida adesão ao justo valor prender-se, no essencial, com os custos associados à sua utilização e, fundamentalmente, com a inexistência de mercados organizados, ativos e suficientemente competitivos.

Relativamente aos fatores, a opção pelo justo valor o plano de bónus, o setor e a proporção de administradores independentes no conselho de administração são aqueles para que conseguimos

identificar uma relação positiva, ou seja, os resultados sugerem que empresas que possuem incentivos contratuais na remuneração dos gestores são mais propensas a adotarem o justo valor na mensuração das propriedades de investimento. Também as empresas pertencentes ao setor financeiro estão mais inclinadas a optar por justo valor. Encontrámos, ainda, evidência estatística suficientemente robusta para podermos afirmar que a percentagem de *outside directors* está positivamente relacionada com a opção pelo justo valor. Isto é, quanto maior for a percentagem dos administradores independentes no quadro da administração das empresas maior é a possibilidade de estas optarem pela mensuração ao justo valor.

Relativamente aos fatores dimensão, endividamento, estrutura acionista e tipo de auditor não nos foi possível comprovar a existência de qualquer relação. A ausência de significância para a variável dimensão poderá estar relacionada com o facto de algumas empresas da amostra serem de pequena dimensão. Sabemos que as empresas de menor dimensão adotam, por princípio, uma postura mais conservadora que as empresas de maior dimensão. Esta atitude justifica-se pela maior exposição ao risco porque estas empresas, pela sua reduzida dimensão, tendem a apresentar resultados mais voláteis e suscetíveis de serem alterados substancialmente de um período para o período. Neste sentido, os preparadores da informação são encorajados a adotar uma postura mais conservadora para evitarem “adicionar” volatilidade contabilística à volatilidade económica. Relativamente ao endividamento a insignificância estatística poderá estar relacionada com o facto de algumas empresas da amostra apresentarem dados suscetíveis de deturpar significativamente o modelo, nomeadamente o facto de apresentarem resultado líquido do período e capital próprio negativos, o que se traduz num rácio de endividamento de valor mínimo negativo. Esta situação poderá ter afetado a estimação destas variáveis para efeitos de regressão do modelo. A variável concentração de estrutura acionista não se assume estatisticamente significativa pelas especificidades das empresas portuguesas, especialmente no que concerne à elevada concentração acionista e à grande familiaridade e vínculo histórico com o critério valorimétrico do custo. A ausência de relevância estatística para a variável tipo de auditor *Big-four* poderá encontrar fundamento na necessidade das empresas manterem credibilidade e independência relativamente à escolha das suas políticas contabilísticas. Não podemos deixar de referir, ainda, a reduzida dimensão da amostra, que pode, também, justificar a ausência de relação entre estas variáveis e a opção pelo justo valor na mensuração das propriedades de investimento nas empresas portuguesas objeto de estudo.

Não obstante, estamos convictos que este trabalho fornece importantes contributos para ajudar a explicar a opção pelas práticas contabilísticas em função das alternativas oferecidas pelas normas. É que, para além de confirmar os resultados de estudos já realizados permite enriquecer a, ainda, reduzida literatura existente neste campo, quer a nível internacional mas, particularmente, no plano nacional. Resultado, pois, de significativa relevância ao propor-se analisar a resposta dada pelas empresas portuguesas ao novo referencial normativo que, como já tivemos oportunidade de referir, confere maior protagonismo ao critério valorimétrico do justo valor como método de valorização para um conjunto de ativos e passivos, de entre eles as propriedades

de investimento. Resulta, também, relevante pelo facto de existir ainda pouca investigação sobre esta temática, tanto em Portugal como nos países que, tal como nós, acabam de adotar as IAS/IFRS.

Tem, certamente, limitações, pelo que as conclusões apresentadas devem ser analisadas com algumas reservas e interpretadas à luz das limitações que se reconhecem a este trabalho, particularmente, as que decorrem da reduzida dimensão da amostra e do método de investigação utilizado, *logit model*, o qual implicou a retirada de quatro variáveis do modelo. Os resultados obtidos não podem ser extrapolados para empresas de outros países.

Porém, o tamanho da amostra constitui uma limitação mas, também, a base de sugestão para o desenvolvimento de futuras investigações. Sugere-se, por exemplo, o desenvolvimento de trabalhos com base em amostras mais representativas, capazes de conferir maior robustez à análise e permitir dar um outro alcance às conclusões a retirar. Para o estudo da relação entre as opções contabilísticas e os fatores que as fundamentam ou explicam, outros poderiam ser considerados e inseridos no modelo, como por exemplo o grau de internacionalização da empresa.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Ahmeda, A. & Duellman, S. (2007), "Accounting Conservatism and Board of Director Characteristics: An Empirical Analysis. *Journal of Accounting and Economics* N°43, pp.411-437.
- Alles, M.; Kogan, A. & Vasarhelyi, M.A. (2000). Accounting in 2015. *The CPA Journal*, November, PP. 14 - 21.
- Araújo, C. S. C. (2013). Financial Reporting about Investment Properties: Evidence from Portuguese Listed Companies. Disponível em: <http://run.unl.pt/handle/10362/9806>.
- Archer, S. (1997). The ASB Exposure Draft of Principles: A comment. *Accounting and Business Research*, Vol. 27, N° 3, 229 - 241.
- Astami, E. & Greg Tower, G. (2006). Accounting-Policy Choice and Firm Characteristics in the Asia Pacific Region: An international Empirical Test of Costly Contracting Theory. *The International Journal of Accounting* N°41 pp. 1-21.
- Ball, R.; Kothari, S. & Robin, A. (2000).The effect of Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings: International Evidence. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29, pp. 1-51.
- Barlev, B. & Haddad, J. (2003). Fair Value Accounting and the Management of the Firm *Critical Perspectives on Accounting*, Vol.14, N°4, 383-415.
- Barlev, B., Fried, D. Haddad, J. & Livnat J. (2007). Reevaluation of Revaluations: A Cross-Country Examination of the Motives and Effects on Future Performance. *Journal of Business finance and Accounting*, Vol. 34, N° 7-8, 1025-1050(26).
- Barth, M. (1994). Fair Value Accounting: Evidence from Investment Securities and the Market Valuation of Banks. *The Accounting Review*, Vol. 69, N°1, 1-21.
- Barth, M. & Landsman, W.R. (1995) Fundamental issues related to using fair value accounting for financial reporting. *Accounting Horizons*, vol. 9, nº 4, 97107.
- Basu, S. (1997). The Conservatism Principle and the Asymmetric timeliness of Earnings. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, pp. 3-37.
- Bastos, M. (2009). O Justo Valor como Instrumento de Alteração do Paradigma de Mensuração Contabilística. Dissertação de Mestrado não publicada, Universidade de Aveiro.
- Beekes, W.; Pope, P. & S. Young, S. (2004). The Link Between Earnings Timeliness, Earnings Conservatism and Board Composition: Evidence from the UK. *Corporate Governance: An International Review*, N°12, 47–59.

- Bertoni, M. & DeRosa, B. (2005). Comprehensive Income, Fair Value, and Conservatism: A Conceptual Framework for Reporting Financial Performance, disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2239303.
- Bonsón, E.; Rodríguez, T. & Sánchez, M. (2000). La distribución de información contable en la red, *Partida Doble*, nº 117, diciembre, PP. 4-15.
- Cairns, D. (2006). The use of Fair Value in IFRS. *Accounting in Europe*, Vol. 3, Nº1, 5-22.
- Carqueja, H. O. (2007). Teoria de Contabilidade – Uma interpretação. *Revista de Estudos Politécnicos*, Vol. 4, Nº 7, 007-040.
- Conceição, L. (2009). A opção pelo Justo Valor como método de avaliação de ativos na adoção das IAS/IFRS em Portugal. Dissertação de Mestrado não publicada, Universidade do Porto.
- Comissão Europeia (2007). EU Implementation of IFRS and the Fair Value Directive. Disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/studies/2007eu_implementation_of_ifrs.pdf.
- Christensen, B. & Nikolaev, (2009). Who uses fair value accounting for non-financial assets after IFRS adoption? The University of Chicago Booth School of Business. *Working Paper*, 09-12.
- Demaria, S. e D. Dufour (2007). First time adoption of IFRS, Fair value option, Conservatism: Evidences from French listed companies. disponível em: http://hp.gredeg.cnrs.fr/Samira_Demaria/recherche/First%20adoption%20and%20fair%20value%20Demaria%20Dufour.pdf
- Ferreira, A. C. S. (2005). Teoria Positiva da Contabilidade. *Revista de Contabilidade e Comércio*, Vol. 59, Nº234/235.
- Ferreira, A. (2011). Motivações do gestor e instrumentos contabilísticos utilizados na gestão dos resultados: o caso das autarquias locais. Dissertação de Mestrado não publicada, Universidade de Aveiro.
- Fonseca, M. (2007). Fair value or Cost-Based Measurement for PPE and IP: Evidence from Accounting Practice under IFRS. (Universidade Católica Portuguesa-CRP).
- Firstenberg, P. B. e Malkiel, B. G. (1980). Why corporate boards need independent directors. *Management Review*, 26-38.
- García, F. & Fernández, F. (2007). El valor actual neto como modalidad de fair value: Hacia un mayor grado de relevancia de la información financiera. *Partida Doble*, Nº 185, 20-29.
- Gonzalo, J.A. (2000). Criterios de valoración y mantenimiento de capital, en Túa Pereda, J. (coord.): El Marco Conceptual para la información financiera. Análisis y comentarios, AECA, Madrid.

- Guerreiro, M., Rodrigues L & R. Craig (2008.) The Preparedness of Companies to Adopt International Financial Reporting Standards: Portuguese Evidence. *Accounting Forum*, Vol 32, Nº 1, 75-88.
- Givoly, D., Hayn, C. & Ashok N. (2006). Measuring Reporting Conservatism. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=606841.
- Holthausen, R., Larcker, D. & Sloan, R. (1995). Annual Bonus Schemes and the Manipulation of Earnings. *Journal of Accounting and Economics*, Vol 19, pp. 29-74.
- Iona, A.; Leonida, L. & Ozkan, A. (2004). Determinants of Financial Conservatism: Evidence from Low-Leverage and Cash-Rich UK Firms. Discussion Papers in Economics-Department of Economics and Related Studies University of York Heslington York, disponível em: <http://www.york.ac.uk/media/economics/documents/discussionpapers/2004/0401.pdf>.
- Jermakowicz, E. & Gornik-Tomaszewski S. (2006). Implementing IFRS from the Prespective of EU Puvlicly Traded Companies. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. 15 Nº2, 170-196.
- Kirschenheiter, M. (1997). Information quality and correlated signals, *Journal of Accounting Research*, vol. 35, nº 1, 43-59.
- KPMG (2006). The Application of IFRS Choices in Practice. disponível em: www.kpmg.fi/Binary.aspx?Section=2978&Item=3598
- Landsman, W. R. (2005), "Fair Value Accounting for Financial Instruments: Some Implications for Bank Regulation", disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=947569.
- Lemos, K. & Rodrigues, L. (2007). Divulgação de Informação sobre Operações com Instrumentos Derivados: Evidência Empírica no Mercado de Capitais Português. *Revista de Estudos Politécnicos*. Vol. 4, Nº 7, 149-188.
- Lemmon, L., & Lins, K. V. (2003). Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. *The Journal of Finance*, Vol. 58, Nº4, 1445-1468.
- Lopes, P. T. & L. L. Rodrigues (2007). "Accounting for financial instruments: An analysis of the determinants of disclosure in the Portuguese stock exchange.
- Lyrner, A.; Debreceny, R.; Gray, G.L. & Rahman, A. (1999). Business reporting on the Internet. A report prepared for the International Accounting Standards Committee Disponível em: <http://www.iasb.org.uk>.
- Missonier-Piera, F. (2004). Economic Determinants of Multiple Accounting Method Choices in a Swiss Context. *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 15, Nº2, 118-144.

- Moreira, J. (2006). Accruals Discricionários: o Erro de Estimação Induzido pelo Conservantismo. *Centro de Estudos de Economia Industrial, do Trabalho e da Empresa (CETE)*. Faculdade de Economia da Universidade do Porto.
- Muller, A.; Riedl, E. & Sellhorn, T (2008). Causes and Consequences of Choosing Historical Cost versus Fair Value. Disponível em: <http://www3.nd.edu/~carecob/May2008Conference/Papers/RiedlMRS03062008.pdf>.
- Nobes, C. (1983). A Judgmental International Classification of Financial Reporting Practices. *Journal of Business and Economics*, Vol. 10, pp.1-19.
- Pereira, A. (2013). Determinantes na Escolha de valor justo para as Propriedades de Investimento no Brasil. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo.
- Pires, A. & Rodrigues, F. (2005). Deverão os investimentos em imóveis ser considerados investimentos financeiros?. *Revista TOC, Revista da Câmara dos Técnicos Oficiais de Contas*, n.º61, Ano 6, abril.
- Pires, A. & Rodrigues, F. (2007). “As insuficiências do valor patrimonial contabilístico: do justo valor ao alargamento da base informativa do relato financeiro”, comunicação apresentada no *XIV Congresso AECA*, no âmbito do tema “Empresa y Sociedad: respondiendo al cambio, realizado entre 19 e 21 de setembro.
- Pires, A. & Rodrigues, F. (2008). Os investimentos em imóveis: do POC ao SNC. Comunicação apresentada ao *XII Congresso de Contabilidade e Auditoria*, novembro, Aveiro.
- Pires, A. M. (2008). A Mensuração de Ativos que se Qualificam: A Formação o Custo à Luz do novo Referencial normativo. *Revista TOC, Revista da Câmara dos Técnicos Oficiais de Contas*, nº 98, pp 51-58.
- Pita, I. & I. Gutiérrez (2006). La Contabilidad Según Valor Razonable. disponível em: <http://www.cemla.org/old/pdf/acp/dp-0607-bde.pdf>
- Quagli A. & F. Avallone (2010). Fair Value or Cost Model? Drivers of Choice for IAS 40 in the Real Estate Industry. *European Accounting Review*, vol. 19, nº 3, 461-493.
- Richard, J. (2004). The Secret Past of Fair Value: Lessons from History Applied to the French Case. *Accounting in Europe*, Vol. 1, Nº1, 95-107.
- Santos, C. (2009). O conservadorismo contabilístico: Evidências nas empresas cotadas no mercado de capitais português. Dissertação de Mestrado não publicada, Universidade de Aveiro.
- Simões, A. S. (2009). O abandono do Princípio do Custo Histórico a favor do conceito de Justo Valor. Dissertação de Mestrado não publicada, Universidade de Aveiro.

- Sousa, A. (2011). *Custo Histórico versus Justo Valor*. Dissertação de Mestrado. Instituto De Contabilidade e Administração do Porto.
- Sucher, P. & I. Jindrichovsa (2004). Implementing IFRS: A Case Study of the Czech Republic. *Accounting in Europe*, Vol. 1, pp. 109-141.
- Teixeira, S. (2012). *Justo Valor como Método de Mensuração: Opção das Empresas Cotadas na Euronext Lisboa*. Dissertação de Mestrado não publicada, Universidade de Algarve.
- Watts, R. (2003). Conservatism in accounting: part 1 explanations and implications. *Accounting Horizons*, Vol. 17, Nº3, 207-221.
- Watts, R. & J. Zimmerman (1978). Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards. *The Accounting Review*, Vol. 53, Nº1, 112-134.
- Watts, R. & J. Zimmerman (1979). The Demand for and Supply of Accounting Theories: The Market for Excuses. *The Accounting Review*, Vol. 54, Nº2, 273-305.
- Watts, R. & J. Zimmerman (1990). Positive Accounting Theory: A ten year perspective. *The Accounting Review*, Vol. 65, Nº1, 131-156.

ANEXO

Anexo I – Lista das Entidades Incluídas na Amostra

Entidades com valores admitidos à negociação na *Euronext Lisbon* em 31 de dezembro 2012:

Entidades cotadas incluídas na Amostra (27empresas)

ICB Setor	Entidade	ISIN Code
1000 - Materiais Básicos	F. Ramada - Investimentos, SGPS, S.A.	PTFRV0AE0004
	Inapa-Inv. Participações e Gestão, S.A.	PTINA0AP0008
	Semapa – S. de Inv. e Gestão, SGPS, S.A.	PTSEM0AM0004
2000 - Bens Industriais	Altri SGPS, S.A.	PTALT0AE0002
	Grupo Soares da Costa, SGPS, S.A.	PTSCO0AE0004
	Imobiliária Construtora Grão-Pará, S.A.	PTGPA0AP0007
	Martifer, SGPS, S.A.	PTMFR0AM0003
	Mota-Engil, SGPS, S.A.	PTMEN0AE0005
	Sociedade Comercial Orey Antunes	PTORE0AM0002
	Sonae Indústria, SGPS, SA	PTS3P0AM0017
	Teixeira Duarte, S.A.	PTTD10AM0000
Toyota Caetano Portugal, S.A.	PTSCT0AP0018	
3000 - Bens de Consumo	Corticeira Amorim, SGPS, S.A.	PTCOR0AE0006
	VAA - Vista Alegre Atlantis, SGPS, S.A.	PTVAA0AE0001
5000 - Serviços ao consumidor	Sport Lisboa e Benfica - Futebol, SAD	PTSLB0AM0010
	Estoril Sol, SGPS, S.A.	PTESO0AE0000
	Impresa – SGPS, S.A.	PTIPR0AM0000
	Jerónimo Martins,SGPS, S.A.	PTJMT0AE0001
	SAG GEST - ,SGPS, S.A.	PTSAG0AE0004
Zon Multimédia , SGPS, S.A.	PTZON0AM0006	
6000 - Telecomunicações	Portugal Telecom, SGPS, S.A.	PTPTC0AM0009
7000 – Utilities	EDP - Energias de Portugal S.A.	PTEDP0AM0009
	Banco Comercial Português, S.A.	PTBCP0AM0007
	Banco Espírito Santo, S.A.	PTBES0AM0007
	Banif, SGPS, S.A.	PTBNF0AM0005
	Espírito Santo Financial SGPS,S.A.	LU0011904405
9000 - Tecnologia	Reditus - SGPS, S.A.	PTRED0AP0010

Entidades não cotadas incluídas na amostra (87 empresas)

ICB Setor	Entidade	NIPC /NIF
8000 - Financeiro	Banco Finantia, S.A. Finantipar – S.G.P.S., S.A Banco Invest, S.A Caixa Económica Montepio Geral (CEMG) Caixa Geral de Depósitos, SA Banco Português de Gestão - BPG Sofinloc – Inst. Financeira de Crédito, S.A. Caixa Leasing e Factoring, S.A Rentipar Financeira- SGPS, S.A	
Empresa Seguradora	Zurich – Companhia de Seguros Vida, S. A Fidelidade - Companhia de Seguros S.A. Lusitânia, Companhia de Seguros, SA Companhia de Seguros Allianz Portugal, S.A., Companhia de Seguros Açoriana, S.A. Axa Portugal, C. de seguros, S. A ramo vida Axa Portugal-seguros, S.A - ramo não vida Ocidental – C. Port. Seguros de Vida, S.A. Groupama Seguros, S.A. Groupama Seguros vida, S.A. BES-VIDA, Companhia de seguros, S.A. Real Vida Seguros, S.A. CARES - Companhia de Seguros, S.A. SABSEG - mediação de seguros, S.A Lusitânia Vida Companhia de Seguros, S.A COSEC – C. de seguros de créditos, S. A Companhia de Seguros Tranquilidade, S.A Radical - Mediação de Seguros, Lda. Macif Portugal - Companhia de Seguros, S.A MDS AUTO - Mediação de seguros, S.A MAPFRE - seguros gerais, S.A Millennium BCP Ageas G. S., S.G.P.S., S.A. Acp mobilidade, S. S de assistência, S.A. Lusitania Vida Companhia de Seguros, S.A Radical - Mediação de Seguros, Lda. Victoria Internacional de Portugal S.G.P.S., S.A. Mútua dos Pescadores, Mútua de Seguros, C.R.L.	
6000 - Telecomunicações	Vodafone Portugal – Com. Pessoais, S.A Rádio e Televisão de Portugal, S.A.	
2000 - Bens Industriais	MRG - Engenharia e Construções, S.A. Estradas de Portugal, S.A. Lisnave - Estaleiros Navais, S.A	

Outros Setores	TAP-, SGPS, S.A. CTT, SA. Parque Expo 98, S.A E. P. Mobilidade e Estacionamento - EMEL	
	STCP, S.A Parública - Participações Pública, SGPS,SA Metropolitano de Lisboa, E.P.E. AdP - Águas de Portugal, SGPS, S.A. Empresa Geral do Fomento, S.A Grupo REFER, E.P.E SIBS SGPS, S.A. Grupo Pestana S.G.P.S., S.A Grupo ASCENDUM, S. A J.Soaes Correia – Armazéns de Ferro, S.A. BARRAQUEIRO, SGPS, S.A.	
Outros Setores	Soil SGPS, S.A RAR – Sociedade de Controle (Holding), S.A. Celulose Beira Industrial (Celbi), S.A. ImoComercial - S. A LENA SGPS, SA Auto Sueco, Lda SIMA, S.A. Solverde, S.A. PARTRAN – SGPS, S.A Montepio Geral – Associação Mutualista SOGRAPE, SGPS, S . A . APDL, S.A. BragaHabit - E. M FENACAM - FCRL EPAL - S.A. E. M. de Agua e Sanemamento Beja - EEM Lazer e Floresta, S.A. Florêncio Augusto Chagas, S. A. F. E. Inv. Imobiliário "ULYSSES" Iberia - Fundo de investimento imobiliario Fundação Inatel Docapesca, portos e lotes, S.A. Futuro – S. G. de Fundos de Pensões, S.A. P.Familiar do Porto – Associação de S.M Previsão, SGFP, S.A.Metro Mondego, SA Companhia das Lezírias, S.A. Santa Casa da Misericórdia de Lisboa, SCML AICEP, S.A Santa Casa da Misericórdia de Porto, SCMP Administração dos Portos de Lisboa, S.A. Fundação Rotaria portuguesa, IPSS Administração do Porto de Sines, APS.	