



Revista Contabilidade & Finanças - USP
ISSN: 1519-7077
recont@usp.br
Universidade de São Paulo
Brasil

Torello Pinto, Murillo José; Aversari Martins, Vinícius; Mendes da Silva, Denise
Escolhas Contábeis: o Caso Brasileiro das Propriedades para Investimento
Revista Contabilidade & Finanças - USP, vol. 26, núm. 69, septiembre-diciembre, 2015,
pp. 274-289
Universidade de São Paulo
São Paulo, Brasil

Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=257143328005>

- Como citar este artigo
- Número completo
- Mais artigos
- Home da revista no Redalyc

Escolhas Contábeis: o Caso Brasileiro das Propriedades para Investimento

Accounting Choices: The Brazilian Case Of Real Estate Investment

Murillo José Torello Pinto

Universidade Presbiteriana Mackenzie, Centro de Ciências Sociais e Aplicadas, São Paulo, SP, Brasil.

Vinícius Aversari Martins

Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Departamento de Contabilidade, Ribeirão Preto, SP, Brasil.

Denise Mendes da Silva

Universidade Federal de Uberlândia, Faculdade de Ciências Contábeis, Uberlândia, MG, Brasil.

Recebido em 12.12.2013 – Desk Aceite em 22.01.2014 – 5^a versão aceita em 31.08.2015.

RESUMO

O objetivo deste estudo é mostrar que o modelo de negócio das empresas de capital aberto do mercado brasileiro, que são gestoras de imóveis, explica suas escolhas contábeis de mensuração das propriedades para investimento. Para tal, foram estudadas as cinco principais empresas brasileiras gestoras de propriedades para investimento com base em metodologia que triangulou pesquisa documental, entrevistas semiestruturadas e análise de consistência. Os resultados da análise dos dados secundários da pesquisa documental das duas maiores empresas brasileiras do setor de exploração de imóveis (uma optante pelo valor justo e uma pelo custo), junto com os resultados das entrevistas com os principais agentes internos e externos das empresas, envolvidos direta ou indiretamente nas escolhas de mensuração de propriedades para investimento, indicaram que o modelo de negócio diferenciado das empresas explica suas distintas escolhas contábeis de mensuração das propriedades para investimento. Para dar consistência a esses achados, foram analisados posteriormente os modelos de negócios das três maiores empresas brasileiras gestoras de propriedades para investimento seguintes (duas optantes pelo valor justo e uma optante pelo custo), confrontando-os com suas escolhas contábeis. Observou-se que há consistência entre os modelos de negócios e as escolhas contábeis, corroborando os resultados anteriores. Embora a generalização dos resultados não seja possível em função da pequena quantidade de empresas estudadas e do setor específico, as evidências indicam que as escolhas contábeis podem ser explicadas por um conjunto integrado de fatores considerados isoladamente na literatura. A existência de vários fatores que interagem entre si e explicam as escolhas contábeis, em detrimento de fatores isolados, pode contribuir para a ampliação do conhecimento nessa temática.

Palavras-chave: escolhas contábeis, propriedades para investimento, modelo de negócio.

ABSTRACT

The objective in this study is to show that the business model of publicly traded real estate management companies in the Brazilian market explains their accounting choices to measure the investment properties. Therefore, the five main Brazilian investment property managers were studied, based on a method that triangulated documentary research, semistructured interviews and consistency analysis. The results of the analysis of the secondary data from the documentary research of the two main Brazilian companies in the real estate exploitation sector (one of which chose the fair value and the other the cost), together with the results of the interviews with the companies' main internal and external agents direct or indirectly involved in the measuring choices of investment properties, indicated that the companies' distinguished business model explains their distinct accounting choices to measure the investment properties. To enhance the consistency of these findings, next, the business models of the three consecutive largest Brazilian investment property managers were analyzed (two of which chose the fair value and one the cost), confronting them with their accounting choices; consistency was observed between the business models and the accounting choices, in accordance with earlier results. Although generalization of the results is not possible due to the small number of companies studied and the specific sector, evidence indicates that an integrated set of factors, which are considered in isolation in the literature, can explain the accounting choices. Several mutually interacting factors that explain the accounting choices, to the detriment of isolated factors, can contribute to expand the knowledge on this theme.

Keywords: accounting choices, investment properties, business model.

1 INTRODUÇÃO

Questões sobre escolhas contábeis têm sido a motivação de muitas pesquisas desde 1960. Tais pesquisas tentam explicar as escolhas contábeis em função do comportamento oportunista dos gestores, do gerenciamento de resultados e da assimetria informacional, com base em teorias econômicas como a Teoria da Firma e a Teoria da Agência (Watts & Zimmerman, 1986; Holthausen & Leftwich, 1983; Holthausen, 1990; Fields, Lys & Vincent, 2001; Francis, 2001).

Por exemplo, Paulo (2007) defende que o administrador pode fazer escolhas entre práticas e normas contábeis válidas, porém alerta que a literatura mostra que as escolhas contábeis podem também ser feitas sob as perspectivas oportunista (os gestores buscam maximizar sua própria utilidade) e de eficiência (para refletir melhor a característica econômica do ativo ou da transação, com o intuito de melhorar a qualidade da informação).

Além disso, pesquisas como as de Capkun, Cazavant-Jeny, Jeanjean e Lawrence (2008), Lourenço e Curto (2010), Martínez, Martínez e Diazaraque (2011), e Osma e Pope (2011), relacionam explicações das escolhas contábeis com o *status quo*. De acordo com esses autores, o elaborador da demonstração contábil tenderia a não alterar a forma de divulgação, por trazer maiores custos e tirá-lo de uma possível “zona de conforto”. Assim, no caso da adoção do IFRS (*International Financial Reporting Standards*), por exemplo, as escolhas contábeis utilizariam procedimentos mais próximos dos padrões contábeis locais existentes.

No Brasil, ainda são poucas as pesquisas que abordam essa temática. Cabe destacar os estudos de Costa, Silva e Laurencel (2013), Pereira (2013), e Andrade, Silva e Maiaquias (2013), que estudaram as escolhas contábeis sob a perspectiva da literatura internacional mencionada.

Nesse sentido, o presente estudo busca contribuir para a evolução do conhecimento acerca das explicações das escolhas contábeis, empregando uma abordagem metodológica diferente dos métodos aplicados nos estudos empírico-positivistas, focalizando um setor de atividade específico, de modo a ter uma visão mais profunda do assunto para confrontar os resultados com a literatura existente.

Assim, seu objetivo é oferecer explicações para as escolhas contábeis de mensuração das propriedades para investimento realizadas em empresas do setor de exploração de imóveis participantes do mercado de capitais brasileiro. Para isso, ao invés de se basear em grande quantidade de dados, assume uma abordagem que triangula: (i) análise descritiva de dados secundários de cinco empresas brasileiras do setor de exploração de imóveis, obtidos por meio

de pesquisa documental; (ii) entrevistas com atores envolvidos nas escolhas contábeis de duas dessas empresas; e (iii) análise de consistência entre os dados secundários coletados e as repostas obtidas nas entrevistas, em empresas do mesmo setor de atuação.

Esta abordagem metodológica possibilitou um avanço no conhecimento acerca das explicações para as escolhas contábeis, embora com limitações de generalização. Verificou-se que, para empresas do setor de exploração de imóveis participantes do mercado de capitais brasileiro, explicações para as escolhas contábeis de mensuração das propriedades para investimento estão relacionadas ao modelo de negócio das empresas.

O termo *business model* (modelo de negócio) teve sua origem com Drucker (1954), mas apenas na última década ganhou expressão e visibilidade, tornando-se, até mesmo, “jargão” nos negócios (Casadesus-Masanell & Ricart, 2010). Para Timmers (1998), o modelo de negócio é visto como uma arquitetura de serviços, de produtos e informações, incluindo vários benefícios trazidos para todos os atores (*stakeholders*) do negócio.

Já para Amit e Zott (2001, p. 511), o modelo de negócio descreve “o conteúdo, a estrutura e o controle de transações projetadas, de modo a criar valor através da exploração de oportunidades do negócio”. O presente estudo parte do pressuposto de que modelo de negócio é um conjunto de vários fatores, que engloba atividades e estratégias adotadas pelas empresas para se diferenciar, atender às necessidades operacionais e econômicas e criar valor para os *stakeholders*. Nesse sentido, depreende-se que estrutura de propriedade, modelo de gestão, formas de financiamento, clientela etc. são fatores que podem integrar o modelo de negócio e, consequentemente, impactar as escolhas contábeis das empresas. Esses fatores implicam diferentes alternativas para se alcançar vantagem competitiva, lucratividade e agregação de valor, por isso podem explicar as escolhas contábeis dos gestores.

A principal contribuição deste artigo é acrescentar novas explicações para a realização de escolhas contábeis nas empresas, as quais estão relacionadas a seus modelos de negócios. Essas novas explicações são decorrentes de pesquisa feita por meio de abordagem metodológica diferente daquelas tradicionalmente utilizadas em estudos empírico-positivistas, predominantes nessa temática. Isso implica que a atual Teoria das Escolhas Contábeis tem espaço para aumentar seu escopo, ampliando-o para uma visão mais abrangente sobre o posicionamento estratégico das empresas e o papel que a informação contábil tem no modelo de negócio.

2 ESCOLHAS CONTÁBEIS NA MENSURAÇÃO DE PROPRIEDADES PARA INVESTIMENTO

De acordo com o Pronunciamento Técnico CPC 28,

que segue a norma internacional IAS 40 (International

Accounting Standard 40), as empresas podem mensurar suas propriedades para investimento pelo custo ou pelo valor justo. A flexibilidade da norma dá origem a uma escolha contábil explícita, e compreender esta escolha por parte das empresas tem sido alvo de pesquisas no exterior e no Brasil.

Pesquisas internacionais sobre as escolhas contábeis na mensuração de propriedades para investimento envolvem, notadamente, empresas listadas na Europa que adotaram o IFRS em 2005. Tais pesquisas utilizam abordagem empírico-positivista, fundamentada, principalmente, em métodos estatísticos e modelos multivariados de regressão logística. As explicações das escolhas contábeis na mensuração de propriedades para investimento, por essa abordagem, estão ligadas a fatores como: endividamento, assimetria informacional, relevância da informação contábil, gerenciamento de resultado, custo político e mudança do *status quo*. As evidências empíricas, muitas vezes, conduzem a explicações não conclusivas ou até mesmo contraditórias, como pode ser visto na sequência. E nenhuma delas relaciona a escolha com o tema tratado neste estudo, que é o modelo de negócio.

Christensen e Nikolaev (2013), em pesquisa com empresas do Reino Unido e da Alemanha, constataram que o endividamento é um fator que explica a escolha do valor justo para mensurar as propriedades para investimento. Conforme os autores, as empresas preferem a adoção do valor justo para sustentar seus índices de endividamento em patamares menores. Esse resultado difere dos encontrados por Quagli e Avalone (2010), que demonstraram que o endividamento parece não influenciar a escolha do valor justo, para uma amostra de empresas de sete países europeus. Na concepção destes autores, quanto maior o tamanho da empresa (*proxy* para custo político), menor a probabilidade de escolha do valor justo, tendo em vista que o custo parece mais eficiente em uma perspectiva contratual, pois reduz os custos de agência, a visibilidade política, a tributação e os litígios (Watts, 2003; Qiang, 2007).

Para Muller, Riedl e Sellhorn (2008), empresas com maior assimetria de informação estão mais propensas a utilizar o valor justo na mensuração das propriedades para investimento, pois é a demanda dos investidores que orienta a escolha do valor justo, e este pode ser preferido em relação ao custo histórico, por oferecer informação de maior qualidade aos usuários (Barlev & Haddad, 2003; Ball, 2006; Whittington, 2008). Se existe assimetria de informação, os gestores podem escolher o valor justo com vistas a informar o mercado sobre o ‘verdadeiro’ valor da empresa (Quagli & Avallone, 2010). Essa comparação pode ser feita nas empresas exploradoras de propriedades para investimento, uma vez que seu ativo é, basicamente, composto por tais propriedades e sua mensuração pelo valor justo é divulgada, ao menos nas notas explicativas.

Edelstein, Fortin e Tsang (2012), assim como De-

valle e Rizzato (2011), consideram que o valor justo das propriedades para investimento tem duplo efeito nos resultados, pois possibilita ignorar despesas de depreciação e reconhecer ganhos ou perdas ainda não realizados no resultado do exercício, o que impacta diretamente vários indicadores de *performance*. A intenção de gerenciar resultados explicaria, portanto, a escolha entre o valor justo e o custo na mensuração das propriedades para investimento.

Muller et al. (2008) constataram que as empresas europeias são mais propensas a escolher o valor justo para mensurar propriedades para investimento quando o mercado imobiliário em que operam tem maior liquidez. Cairns, Massoudi, Taplin e Tarca (2011) verificaram que as empresas com propriedades para investimento apresentam alta adesão ao uso do valor justo associado à liquidez dessas propriedades em relação aos demais ativos. Essas conclusões denotam que a informação do valor justo é mais relevante para o mercado e poderia explicar sua escolha.

Por outro lado, Devalle e Rizzato (2011), Martínez et al. (2011), e Capkun et al. (2008) relataram que muitas empresas europeias escolheram o custo histórico para mensurar as propriedades para investimento, para minimizar os impactos do IFRS, mantendo seu *status quo*.

Collin, Tagesson, Andersson, Cato e Hansson (2009), entre outras conclusões, destacaram que a estrutura de propriedade pode explicar as escolhas contábeis. Para estes autores, empresas com propriedade dispersa podem sofrer com maiores custos de monitoramento, pois há pouca intervenção direta dos proprietários e maior uso do sistema contábil para prestação de contas. Dessa forma, empresas com propriedade dispersa tendem a escolher normas contábeis que refletem informações mais completas, mais detalhadas e menos conservadoras, isto é, que mostrem melhores resultados (lucros), visto que terão seu desempenho comparado com outras empresas no mercado. No caso de concentração de propriedade, o dono (ou poucos donos) não precisa de informação tão detalhada e deseja manter o controle, o que pode levar a escolhas contábeis mais conservadoras (Collin et al., 2009).

A literatura internacional abrange pesquisas realizadas em diversos países, com datas diferentes de adoção das IFRS, o que pode ter influenciado os resultados. Portanto, é fundamental considerar a literatura brasileira a respeito.

Costa et al. (2013), Pereira (2013) e Andrade et al. (2013) pesquisaram as empresas brasileiras com propriedades para investimento no seu ativo, não se preocupando com o setor de atuação ou a relevância das propriedades sobre o ativo total das empresas. Os dois primeiros estudos concluíram que a receita líquida e o tamanho da empresa, respectivamente, podem explicar a escolha contábil na mensuração das propriedades para investimento. O modelo estatístico de regressão logística, utilizado por Andrade et al. (2013), não se

mostrou significativo, ou seja, não apontou nenhuma variável que pudesse explicar tal escolha contábil.

Nas pesquisas comentadas, são encontradas evidências de que determinadas características individuais (ou fatores) das empresas (tais como endividamento, nível de receita, entre outros) e/ou do mercado de capitais onde atuam (assimetria informacional, por exemplo) podem explicar as escolhas contábeis. Po-

rém, não foram identificadas na literatura explicações que vinculem várias características (ou vários fatores) às escolhas contábeis.

Nesse sentido, o termo modelo de negócio utilizado neste estudo captura várias características das empresas e do mercado, inclusive algumas não previstas na literatura, a fim de relacioná-las com as escolhas de mensuração das propriedades para investimento.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A etapa empírica deste estudo foi guiada por uma triangulação de abordagens metodológicas, composta de pesquisa documental, entrevistas e análise de consistência dos resultados encontrados. Inicialmente, foram selecionadas as duas maiores empresas brasileiras do setor de exploração de imóveis cujas escolhas de mensuração das propriedades para investimento fossem valor justo e custo histórico. Ao todo, eram doze empresas brasileiras exploradoras de propriedades para investimento listadas na BM&FBOVESPA na época da realização deste estudo (2012). As duas maiores empresas do setor detêm, juntas, mais de 23 bilhões de reais em valor de mercado e representam 45% do total.

Selecionadas as duas empresas, com suas respectivas demonstrações financeiras e formulários de referência do ano de 2012, procedeu-se a uma pesquisa documental com base nas demonstrações contábeis publicadas e nos formulários de referência arquivados na CVM (Comissão de Valores Mobiliários). A partir da pesquisa documental, efetuou-se uma análise descritiva dos dados secundários obtidos, a qual permitiu entender as semelhanças e diferenças dos modelos de negócios das duas empresas escolhidas.

A segunda abordagem metodológica consistiu em entrevistas com atores envolvidos direta ou indiretamente nas escolhas contábeis das entidades, sejam eles internos ou externos às empresas selecionadas. Foram entrevistados gestores, analistas internos, analistas de mercado, um contador e um auditor.

As entrevistas foram feitas nos anos de 2012 e 2013, a partir de um roteiro semiestruturado. Na empresa que escolheu o valor justo, foram entrevistados o coordenador do Departamento de Relações com Investidores e o contador. Na empresa que escolheu o custo histórico, foram entrevistados o coordenador e dois analistas do Departamento de Relações com Investidores, não tendo sido possível entrevistar o contador. A escolha desses entrevistados se justificou pela sua capacidade técnico-contábil, sua participação nas decisões das empresas e disponibilidade para conceder as entrevistas. O auditor entrevistado foi o que, coincidentemente, auditou as duas empresas. A seleção dos analistas de mercado foi baseada na classificação da Thomson Reuters, que ranqueia os analistas com mais acertos nas empresas do setor. Por meio da análise

descritiva das respostas dos entrevistados, foi possível compreender os argumentos inerentes à escolha de mensuração das propriedades para investimento.

Para conferir maior validação aos resultados encontrados nas duas primeiras abordagens, adotou-se uma terceira abordagem metodológica: a análise de consistência dos resultados obtidos. Foram identificadas as três empresas seguintes do mesmo setor de atividade que fizeram diferentes escolhas de mensuração em relação às propriedades para investimento: duas escolheram o valor justo e uma escolheu o custo histórico. Essas três empresas têm, juntas, quase 15 bilhões de reais em valor de mercado e representam 29% do total do setor.

Da mesma forma que nos dois primeiros casos, procedeu-se à pesquisa documental com as três novas empresas selecionadas. A análise descritiva dos dados secundários obtidos na pesquisa documental revelou as características dos seus modelos de negócios, as quais foram, então, confrontadas com as escolhas contábeis relativas à mensuração das propriedades para investimento, ampliando, assim, os resultados encontrados nas entrevistas realizadas nas duas primeiras empresas.

Em suma, as duas primeiras abordagens permitiram identificar o modelo de negócio como explicação das escolhas contábeis, e a terceira abordagem permitiu verificar a consistência entre o modelo de negócio e as escolhas contábeis, como forma de validação dos resultados das duas primeiras abordagens.

Nenhuma das cinco empresas estudadas adotou o IFRS e os Pronunciamentos Técnicos do CPC (Comitê de Pronunciamentos Contábeis) antes do início obrigatório para as demonstrações contábeis do ano findo em 2010. As duas primeiras empresas estudadas foram nomeadas Caso Valor Justo e Caso Custo Histórico, preservando suas identidades, *conditio sine qua non* para a realização das entrevistas. As três empresas selecionadas para a análise de consistência receberam os nomes de Observada Valor Justo 1 e 2 e Observada Custo Histórico.

Na Figura 1 são resumidos os construtos que guiam a pesquisa documental, as entrevistas e a apresentação e análise dos resultados, com os respectivos autores que os fundamentam.

Características das variáveis	Variáveis	Subvariáveis	Autores
Variáveis tradicionais	Endividamento	Endividamento (Passivo Oneroso)/Capital Próprio (Patrimônio Líquido)	Holthausen e Leftwich (1983); Watts e Zimmerman (1986); Holthausen (1990); Fields et al. (2001); Muller et al. (2008); Quagli e Avallone (2010); Christensen e Nikolaev (2013); Andrade et al. (2013); Costa et al. (2013); Pereira (2013)
	Assimetria informacional	Valor de Mercado do Capital Próprio (-) Valor Patrimonial Contábil, Market-to-Book	Holthausen e Leftwich (1983); Watts e Zimmerman (1986); Holthausen (1990); Fields et al. (2001); Muller et al. (2008); Quagli e Avallone (2010); Andrade et al. (2013); Costa et al. (2013); Pereira (2013)
	Impacto no resultado	EBITDA, componentes do resultado, lucro por ação etc.	Devalle e Rizzato (2011); Edelstein et al. (2012)
	Manutenção do <i>status quo</i>	Variações no tamanho de ativos, retorno sobre ativos, mudança de procedimentos contábeis	Capkun et al. (2008); Lourenço e Curto (2010); Martínez et al. (2011); Ósma e Pope (2011)
Variáveis dos modelos de negócios	Composição acionária	% de ações de controle sobre o total de ações	Timmers (1998); Fields et al. (2001); Amit e Zott (2001); Collin et al. (2009)
	Tamanho da empresa	Área bruta locável, quantidade de empreendimentos	Timmers (1998); Amit e Zott (2001); Collin et al. (2009); Quagli e Avallone (2010)
	Tributação	Insegurança tributária	Timmers (1998); Amit e Zott (2001); Watts (2003)
	Administração	Gestão familiar, gestão profissional	Timmers (1998); Amit e Zott (2001)
	Características dos empreendimentos e da clientela	Classes A, B, C, D e E	Timmers (1998); Amit e Zott (2001); Pereira (2013)

Figure 1 Construtos da pesquisa

Na Figura 1 foram consideradas como “variáveis tradicionais” aquelas amplamente difundidas na literatura sobre escolhas contábeis. As de endividamento são tradicionalmente definidas pelos quocientes entre capitais de terceiros e capital próprio. Neste estudo, foram ainda abordadas as características qualitativas do endividamento, tais como origem (empréstimos bancários ou emissão de títulos no mercado), garantias e *covenants*. Também foi considerado o indicador Dívida Líquida/EBITDA por tratar-se de *covenant* habitual do mercado financeiro.

Sobre a assimetria informacional, tradicionalmente a variável é o indicador *market-to-book* (valor de mercado por ação/valor patrimonial contábil por ação) ou a diferença entre valores de mercado e valores contábeis das ações. Neste estudo, a variável “patrimonial contábil” foi ajustada para capturar o valor patrimonial contábil das empresas, considerando-se todas as propriedades para investimento de todas as empresas mensuradas pelo custo e pelo valor justo.

As variáveis normalmente usadas como medidas de impacto no resultado das mensurações dão destaque para o EBITDA, o próprio lucro e o lucro por ação. Neste estudo, os resultados (lucros ou prejuízos) foram reajustados fazendo-se a reversão da variação do valor justo das propriedades para investimento quando constantes nas demonstrações de resultado; também os resultados foram estimados caso o valor justo transitasse pelo resultado (ambos com os respectivos efeitos tributários).

Quanto à manutenção do *status quo*, a literatura tradicional captura a variação em ativos ou até mesmo em alterações de taxas de retorno sobre ativos. Quanto menores essas taxas, maior a manutenção do *status quo*. Neste estudo, a ma-

nutenção do *status quo* foi capturada pela alteração (ou não) da mensuração das propriedades para investimento, do custo histórico para valor justo. A manutenção do *status quo* ocorre quando o custo histórico é mantido como mensuração das propriedades para investimento.

As variáveis dos modelos de negócios representam atividades e estratégias adotadas pelas empresas para se diferenciar, atender às necessidades operacionais e econômicas e criar valor para os *stakeholders*. Para efeito deste estudo, a composição acionária foi obtida pelo percentual de ações sob controle dos principais acionistas em relação ao percentual de ações no *free float*.

O tamanho da empresa foi definido em função de variáveis não contábeis, como a quantidade de área das propriedades para investimento que geram os fluxos de caixa (ABL: áreas brutas locáveis), a quantidade de empreendimentos que cada empresa controla, e o valor justo para estes empreendimentos.

Com relação à tributação, foi mensurada a insegurança tributária em relação ao tratamento fiscal das variações do valor justo das propriedades para investimento nos resultados das empresas, de forma qualitativa, sem haver uma variável específica.

Também foi medido qualitativamente o tipo de administração da empresa - familiar (gestão pelo fundador ou seus descendentes) ou profissional (gestores contratados no mercado). Da mesma forma, a clientela dos empreendimentos foi identificada por meio das descrições qualitativas do público alvo (classe A, B, C, D e E) nos relatórios de administração de cada empresa analisada.

Com base nas variáveis e construtos da Figura 1, procede-se à apresentação e análise dos resultados.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Os resultados são apresentados em três grandes blocos.

O primeiro envolve as variáveis tradicionais da literatura

que podem ajudar a explicar as escolhas contábeis, conforme a Figura 1 e parágrafos posteriores. Nele, são apresentadas as evidências contábeis e as opiniões dos entrevistados. No segundo bloco, são apresentadas as informações relacionadas às variáveis dos modelos de negócios, não contempladas pela literatura tradicional, e as opiniões dos entrevistados. As variáveis e construtos também se encontram na Figura 1 e parágrafos posteriores. Por fim, no terceiro bloco, apresenta-se a análise de consistência, ampliando os resultados obtidos nas análises iniciais.

4.1 Explicações Tradicionais da Literatura

4.1.1 Endividamento.

A respeito do endividamento (passivo oneroso dividido pelo patrimônio líquido), a opinião dos analistas de mercado é que este pode influenciar a escolha do critério de mensuração das propriedades para investimento, se analisado “pura e simplesmente” o índice. Mas defendem que o mercado não é “ingênuo” ao fazer essa conta, e acaba descontando o valor justo ou até mesmo capitalizando-o, dependendo da sua “necessidade e conveniência”. Para eles, o ideal seria calcular a alavancagem financeira, que corresponde à dívida líquida dividida pelo EBITDA. O indicador de alavancagem financeira estima o número necessário de anos de geração de caixa para pagar as dívidas onerosas das empresas que, de acordo com os analistas, é o “múltiplo mais usado” nas cláusulas restritivas dos empréstimos (*covenants* contratuais). Embora os analistas não sejam atores diretamente envolvidos com as escolhas de mensuração das propriedades para investimento, dependendo de quão relevante o mercado de capitais é para a empresa, a escolha contábil pode também ter o objetivo de diminuir assimetrias de informação sobre os valores dos ativos das empresas, o que afeta diretamente as atividades dos analistas.

Na opinião do auditor, o endividamento pode ter relação com a escolha contábil, pois, com o valor justo, as empresas apresentariam nos balanços “números maiores e mais bonitos”.

Os entrevistados da Caso Valor Justo defendem que o endividamento não é um fator relacionado à escolha contábil de mensuração das propriedades para investimento. Segundo eles, as cláusulas restritivas dos contratos de empréstimos

são baseadas no EBITDA ajustado, que desconta o efeito das variações do valor justo. Acreditam que, se o valor justo fosse usado nos índices de restrição de endividamento, poderia até “quebrar” a empresa, caso a variação fosse negativa, ou “nunca” os *covenants* seriam violados com as “constantes variações positivas”. Eles defendem que a forma de analisar o endividamento é a mesma que os analistas recomendam: dívida líquida dividida pelo EBITDA (alavancagem financeira).

Os entrevistados da Caso Custo Histórico não acreditam na suposição do uso de valor justo para a “proteção” do endividamento. Segundo eles, se alguém precisar do valor justo para cumprir cláusulas restritivas nos empréstimos, “estará brincando com fogo”, visto que, em alguns momentos da economia, a variação do valor justo pode ser negativa e será necessário renegociar as dívidas. Contudo, segundo os entrevistados, a empresa não descarta que o valor justo seja uma forma de “se endividar mais” com o aumento do valor do patrimônio líquido; porém, assim como os analistas de mercado e os entrevistados da Caso Valor Justo, a Caso Custo Histórico também ressalta que os *covenants* estão relacionados aos múltiplos de dívida líquida pelo EBITDA (alavancagem financeira).

Christensen e Nikolaev (2013) concluíram que o endividamento pode impactar a escolha do valor justo nas empresas, enquanto Quagli e Avallone (2010), Costa et al. (2013), Pereira (2013) e Andrade et al. (2013) não verificaram tal influência. Esses resultados são conflitantes com os do presente estudo, fato que pode ser explicado, principalmente, pela diferença entre as métricas de endividamento utilizadas no mercado, nas empresas e na literatura, além das diferentes práticas e opiniões dos agentes envolvidos nas escolhas contábeis. As pesquisas com grande quantidade de observações oferecem ilações entre as variáveis, porém não permitem capturar as particularidades de cada caso, conforme apresentado neste estudo.

As duas empresas informaram não ter tido nenhuma violação de *covenants* contratuais de empréstimos em 2012. Todavia, a Caso Custo Histórico é mais transparente e indica para cada um dos seus empréstimos qual é a cláusula contratual. Na Tabela 1 são apresentados os três principais financiamentos e os *covenants* contratuais associados a cada uma das empresas entrevistadas.

Tabela 1 Financiamentos e *covenants* contratuais

Empresa	% sobre Dívida Total	Tipo	Origem	Covenants
	23%	CCB	Itaú	1- Dívida Líquida/EBITDA 2- EBITDA/Despesa Financeira Líquida 3- Não aplicar o crédito integralmente na construção do empreendimento 4- Dar ao empreendimento outra destinação que não a prevista na cédula
CH	22%	CCB	Bradesco	1- Não ocorrer transferência do atual controle societário 2- Não cumprir obrigações não pecuniárias junto ao credor
	13%	CCB	Banco Brasil	1- Dívida líquida/EBITDA 2- Não sofrer ação judicial capaz de colocar em risco o cumprimento das obrigações assumidas neste contrato 3- Não ocorrer transferência do atual controle societário

Tabela 1

Continuação

VJ	26%	Perpetual Bonds	(Subsidiária Internacional)	Não disponível
	13%	CRI	Bradesco	Não disponível
	6%	Debêntures	(Mercado Nacional)	1- EBITDA /Despesas Financeiras 2- Dívida Líquida/EBTIDA

CH = Custo Histórico; VJ = Valor Justo; CCB = Cédula de Crédito Bancário; CRI = Certificado de Recebível Imobiliário.

Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da pesquisa.

Nas duas empresas existem diferenças nos três principais mecanismos de financiamento. Enquanto na Caso Custo Histórico a forma de financiamento é a CCB (Cédula de Crédito Bancário), na Caso Valor Justo as opções de financiamento são os bônus perpétuos internacionais emitidos em dólar americano, os CRI (Certificados de Recebíveis Imobiliários) e debêntures nacionais. Percebe-se que as estratégias de financiamento das duas empresas são diferentes: a Caso Custo Histórico recorre a instituições financeiras enquanto a Caso Valor Justo recorre, também, ao mercado de crédito.

O que chama atenção na Tabela 1 é uma cláusula não financeira, que tem mais relação com a composição acionária do que com o endividamento. Esta cláusula está presente em duas CCB da Caso Custo Histórico, ao defender a necessidade da manutenção dos controladores, mostrando que os bancos estão financiando com a confiança não apenas no desempenho da empresa, mas na continuidade da família fundadora e controladora da empresa.

Pelo exposto, verifica-se que o endividamento é, também, uma característica do modelo de negócio das empresas, pois estas apresentam estratégias diferentes de

manutenção da estrutura de capital, mas que, na visão particular dos casos em estudo, não explicam, sozinhas, a escolha contábil pelo valor justo ou custo na mensuração das propriedades para investimento.

4.1.2 Assimetria informacional.

Nesta subseção procurou-se avaliar se a assimetria informacional pode explicar as escolhas contábeis das empresas exploradoras de propriedades para investimento. Foi realizado um comparativo entre o valor de mercado (quantidade de ações multiplicada pelo preço da ação no último dia de negociação de cada ano) e o valor do patrimônio líquido (ajustado pelo valor justo das propriedades para investimento constante das notas explicativas, quando da escolha pelo método de custo). O objetivo dessa comparação é identificar o *market-to-book*, uma proxy para a qualidade da informação contábil, que denota a possível diferença de informações contábeis entre os usuários internos e externos da empresa. O esperado é que o valor do patrimônio líquido original da Caso Valor Justo e o patrimônio líquido ajustado da Caso Custo Histórico sejam próximos dos seus valores de mercado, pois estas têm seus ativos compostos, basicamente, por propriedades para investimento. Os números são apresentados na Tabela 2.

Tabela 2 Relação Propriedade para Investimento - Ativo Total e Market-toBook

Empresas	Propriedade para Investimento / Ativo Total (%)				Market-to-Book			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
Caso Custo Histórico	84	89	88	90	0,8	0,7	0,7	1,0
Caso Valor Justo	82	92	89	90	0,9	1,2	1,1	1,4

Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da pesquisa.

Na Caso Custo Histórico, o patrimônio líquido ajustado é maior do que o valor de mercado, sugerindo que o mercado não especifica os ativos conforme a informação do valor justo divulgada em nota explicativa. Isso pode significar que o mercado “lê” o valor justo das notas explicativas com algum desconto, em função de haver assimetria de informação entre o julgamento dos gestores e o julgamento do mercado sobre o valor justo das propriedades para investimento.

Questionado sobre esse ponto de vista, o auditor menciona que a norma não tem uma “rigidez”, o que pode “dificultar” a comparação das empresas. Isso ocorre porque os usuários não “visualizam” as diferenças entre as empresas imediatamente, já que algumas escolhem mensurar pelo valor justo e outras escolhem mensurar pelo custo.

Outro fator que pode impactar essa análise é o método de obtenção do valor justo. Em algumas empresas, o valor justo é calculado internamente e, em outras, são

contratados peritos externos para fazer a avaliação. Sobre isso, o auditor afirma que, independentemente de a avaliação ser feita por peritos internos ou externos, o valor é “testado” tanto nas empresas de custo histórico quanto nas de valor justo. A avaliação interna está relacionada à “capacidade” de os profissionais executarem o trabalho. O auditor acredita que os analistas internos da empresa têm a “capacidade” de definir o valor justo.

No que diz respeito às diferenças entre o valor do patrimônio líquido e o valor de mercado, o auditor respondeu que se trata de uma “coincidência”, não apresentando uma explicação para o fato, apesar de acreditar que o valor justo das propriedades para investimento “deveria se aproximar” do valor da empresa, pois 80% ou 90% dos ativos são compostos por propriedades para investimento.

Os analistas de mercado defendem que o mercado “gosta” de ter a sua avaliação, independentemente daquela divulgada pela empresa. Com a avaliação “inde-

pendente”, o mercado tem a possibilidade de usar taxas de descontos e premissas diferentes daquelas que as empresas utilizam. Com isso, afirmam que o mercado “não necessariamente concorda” com o valor justo divulgado pelas empresas, e que as empresas de custo histórico poderiam estar sendo “otimistas demais” nas suas avaliações, explicando, assim, as diferenças encontradas entre o valor de mercado e o valor patrimonial.

Os entrevistados na Caso Valor Justo acreditam que o valor justo é uma forma “positiva” e “transparente” de divulgação para o mercado. Para eles, o mercado não estava “acostumado a ter isso” antes da adoção do IFRS. Defendem que é o mercado que tem que definir o valor da firma, todavia, acreditam que o valor justo das propriedades poderia ser um “bom indicativo” para se chegar ao valor da empresa.

Quando questionados sobre o cálculo do valor justo pelos analistas internos, a resposta inicial foi idêntica à do auditor, por acreditar na “capacidade e competência dos profissionais”. Entretanto, os entrevistados da Caso Valor Justo quererem, eventualmente, “consultoria externa”, com amostragem, para validar o valor justo calculado pelos analistas internos, e não utilizam serviços de terceiros para fazer todas as avaliações, devido à demora que o processo teria, além de ser um trabalho mais “caro”. Afirmam escolher o valor justo porque se trata de uma forma de *“disclosure”*, próxima das empresas europeias que estão em um “mercado consolidado”.

Os entrevistados da Caso Custo Histórico afirmam não “passar” o valor justo pelo resultado da empresa por não “achar certo”. Relatam que quando o valor justo é reconhecido nas demonstrações contábeis (Balanço Patrimonial e Demonstração de Resultado), acaba “poluindo seu resultado”. O lucro do valor justo “não existe”. Os entrevistados afirmam que, na Demonstração dos Fluxos de Caixa, o analista verifica melhor a situação da empresa, pois o lucro do valor justo na Demonstração de Resultado “não serve para nada”.

Quando questionados sobre o uso de métodos internos para calcular o valor justo, os entrevistados da

Caso Custo Histórico afirmaram fazer o cálculo “um ano dentro e o outro fora”, apesar de não divulgar em nota explicativa quando é feito “dentro” ou “fora” e qual empresa avaliadora independente é contratada. A opção de fazer a avaliação pelos analistas internos é em razão da “economia”, tendo em vista que o serviço prestado pelos peritos externos pode custar valores de quatro dígitos para a empresa contratante, e por conter “todas as métricas” que o avaliador externo aplica. No ano em que utiliza um avaliador externo, é por questões de “conservadorismo” e para ter um “terreno neutro” com mais “governança”. Disseram, ainda, que outro ponto a favor da escolha do cálculo interno é a demora de um semestre para o perito externo apresentar a avaliação e porque o cálculo, quando feito pelos peritos externos, “é quase impossível” de ser auditado pela firma de auditoria.

Em relação à diferença entre o valor de mercado e o valor patrimonial, inicialmente, se esquivaram da resposta, alegando não usar essa métrica para comparar o valor da empresa, e que é necessário levantar outras questões, como a alavancagem. Contudo, uma informação apresentada pela empresa descreve que um *“shopping center”* foi vendido recentemente por um “valor muito acima do valor justo”. Este ponto demonstra a incerteza que a empresa está levando ao mercado, pois o valor justo, por definição, é o valor de mercado de saída, independente da forma como a empresa está financiada. Entretanto, ela usa o custo médio ponderado de capital (WACC, na sigla em inglês) como taxa de desconto, que é dependente da estrutura de capital da empresa.

Nota-se, nesse tópico, que a Caso Valor Justo passa a impressão de querer fornecer informação de melhor qualidade ao mercado, o que se alinha aos estudos de Muller et al. (2008) e Quagli e Avallone (2010), ao passo que a Caso Custo Histórico julga que a informação de valor justo seja irrelevante para o mercado.

Na Tabela 3 são demonstradas as diferenças entre o custo histórico e o valor justo das propriedades para investimento. Os valores são materiais.

Tabela 3 Diferenças entre Custo Histórico e Valor Justo (em R\$ mil)

	31-12-2009			31-12-2010		
	Valor Justo	Custo*	Diferença	Valor Justo	Custo*	Diferença
Caso Custo Histórico	8.538.000	2.006.505	6.531.495	12.286.000	2.496.675	9.789.325
Caso Valor Justo	6.960.688	4.940.745	2.019.943	9.676.115	7.088.247	2.587.868
31-12-2011						
	Valor Justo	Custo*	Diferença	Valor Justo	Custo*	Diferença
Caso Custo Histórico	13.044.000	2.987.757	10.056.243	14.938.906	4.030.575	10.908.331
Caso Valor Justo	12.582.924	9.218.841	3.364.083	16.100.665	10.218.547	5.882.118

* O valor do custo histórico, na Caso Valor Justo, foi calculado a partir de 2010 (adoção do IFRS); nos períodos posteriores, foi desconsiderada a valorização do valor justo e a depreciação nos cálculos, por não ter uma taxa confiável e seu valor ser desprezível, pois, no setor, os empreendimentos são depreciados, em média, por 50 anos.

Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da pesquisa.

A materialidade do valor justo calculado pelas empresas foi questionada diretamente pelos analistas de mercado. Unâimemente e categoricamente, disseram: “somos nós que calculamos o valor justo!”. Afirmaram desconsiderar o valor justo na análise, mas não confirmam que todo o mercado faz isso. Caso não seja feito, concordam que o desconto do valor justo possa causar “reflexos relevantes” nas análises. Os analistas mencionaram, ainda, a forma como consideram a publicação do valor justo das empresas que apenas o apresentam em notas explicativas, e daquelas que o capitalizam no balanço. Segundo eles, apesar de ser sua função calcular o valor justo, o valor divulgado serve de “referência”, é utilizado como “balizador” e não diverge muito dos seus cálculos. Eles dão mais “atenção” ao valor justo reconhecido no balanço pelas empresas, isto é, “gastam mais tempo” nessa análise. Quando o valor justo é apresentado somente na nota explicativa, eles têm “menos obrigação de entender o valor”, que acaba “perdendo força”. Apesar disso, consideram o número “crível” nas duas formas.

Na opinião do auditor externo, o valor é mais “implicante” quando está no resultado e no balanço, sendo um “número mais bonito”, apesar da “preferência pessoal” pelo custo histórico. Relata que o “fair value” na empresa toda é mais útil do que “fazer um bolo” na avaliação apenas das propriedades para investimento.

Para os entrevistados da Caso Valor Justo, o registro contábil do valor justo é “importante”, por conseguir “refletir” o patrimônio da empresa em valor de mercado. Acreditam na utilidade do valor justo para os analistas e leitores das demonstrações financeiras. Um dos “motivadores” é a possibilidade de mostrar para o mercado o quanto vale a propriedade e quanto ela gera de renda, sendo “mais transparente”. Além disso, confiam na “capa-

cidade informativa” do valor justo.

Os entrevistados da Caso Custo Histórico têm opinião contrária ao valor justo. Afirmam que este vai “poluir” o resultado com lucros que “não existem”, pois, para eles, o valor justo apresentado nas notas explicativas é um “indicativo importante” de quanto valem as suas propriedades para investimento, porém não acham “correto passar o valor pelo resultado”.

Em suma, pode-se verificar que as empresas que capitalizam o valor justo em suas demonstrações contábeis possuem uma menor assimetria de informação, e nas empresas que não capitalizam, a assimetria é maior. Isso implica que o valor justo das propriedades para investimento das empresas que o capitalizam é próximo do valor que o próprio mercado estabelece para as propriedades. No caso das empresas que somente informam o valor justo nas notas explicativas, há diferença substancial entre o valor informado e o que o mercado avalia, e mais, o valor informado nas notas é consistentemente superior às avaliações do mercado. A partir disso, pode-se inferir que a escolha contábil de mensuração das propriedades para investimento sinaliza maior ou menor assimetria de informação entre gestores e o mercado.

4.1.3 Impacto no resultado.

Para tentar identificar os efeitos no resultado por meio de dados secundários, partiu-se do pressuposto de que a opção pelo valor justo é uma forma de a empresa apresentar melhores resultados.

Na Tabela 4 está exposta a reconciliação dos lucros após a reversão da variação do valor justo nas propriedades para investimento. Considerou-se, nessa reconciliação, o imposto de renda diferido no percentual de 34%. O resultado encontrado com a reversão revela lucros centenas de vezes inferiores aos constantes nas demonstrações financeiras.

Tabela 4 Lucro Ajustado (em R\$ mil)

Caso Valor Justo	2009	2010	2011	2012
Resultado Antes dos Juros e Tributos	1.549.349	968.351	1.445.374	3.409.403
Reversão do Valor Justo	(1.244.596)	(567.925)	(776.215)	(2.518.035)
Resultado Ajustado	304.753	400.426	669.159	891.368
Resultado Financeiro	(6.584)	(94.047)	(305.693)	(433.964)
Lucro Antes do IR	298.169	306.379	363.466	457.404
IR Corrente	(29.262)	(42.825)	(58.934)	(100.944)
IR Diferido (sem PI)	-	(4.113)	(25.406)	(92.839)
Lucro Líquido Ajustado	268.907	259.442	279.126	263.621
Lucro Líquido Divulgado	1.095.086	634.272	789.655	1.925.524
Diferença	826.179	374.831	510.529	1.661.903
% da Diferença	307%	144%	183%	630%

IR = Imposto de Renda; PI = propriedades para investimento.

Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da pesquisa.

Nas entrevistas sobre o impacto nos resultados e na remuneração dos administradores, tanto o auditor quanto os analistas de mercado responderam que isso não tem relação com o valor justo e que esse não é considerado na remuneração dos administradores.

Sobre a suavização dos resultados, os analistas acreditam que possa “fazer sentido” pelo fato de o custo

histórico ser mais estável, mas que pode não ter sido o “fator motivador” para as empresas escolherem o custo histórico. Eles disseram que o valor mais volátil pode ficar registrado na “história dos livros contábeis” das empresas que adotam o valor justo, mas que o mercado é “capaz” de remover essa volatilidade, capitalizando ou descontando o valor justo.

O auditor afirma que ter o registro contábil do valor justo é uma “pancada”, principalmente quando a empresa tem, em seu portfólio, empreendimentos em desenvolvimento (*greenfield*), que são os empreendimentos com maior valorização. Em empreendimentos maduros, o crescimento e a valorização são menores.

No aspecto de gerenciamento de resultados, uma hipótese levantada pelos analistas foi que as empresas não adotaram o valor justo devido à volatilidade nos lucros, mas sim pela volatilidade no balanço. Segundo eles, em 2009 e 2010, o Brasil apresentava “perspectivas” de queda de juros, e as propriedades para investimento, sendo imóveis com “características de renda fixa”, iriam se valorizar. Entretanto, as empresas poderiam estar “esperando” por cenários futuros, em que as taxas de juros voltassem a subir e, possivelmente, precisassem apresentar uma “perda em sua propriedade”, fato que afetaria, principalmente, o valor de seus ativos.

Os entrevistados da Caso Valor Justo acreditam na volatilidade, mas afirmam que isto “não os preocupa”. Relatam que o constante desenvolvimento de novos empreendimentos acaba “sempre agregando” valor à empresa. Com crescimento estável, sem aquisição e desenvolvimento, acreditam que a “reavaliação negativa” possa ocorrer em “alguns” períodos, mas “nada preocupante”, por não ter um efeito imediato no caixa. Apesar de considerar a possibilidade dos efeitos de mercado na variação do valor justo, acreditam que o mercado brasileiro ainda “carece de maturidade” e necessita de normas mais “claras” e “específicas” com relação ao tema do valor justo.

Os entrevistados da Caso Custo Histórico informaram que existe a possibilidade de volatilidade e de os analistas terem “dificuldades” no acompanhamento das empresas, em razão dessa volatilidade causada pelo mercado. Adicionalmente, mencionam que as mudanças do mercado com a “reavaliação” das propriedades para investimento “escondem” o investimento em ativos fixos (CAPEX, na sigla em inglês) efetuado pela empresa. Defendem que o valor justo pode ser usado para empresas com EBITDA negativo que apresentam lucros com “outras receitas operacionais” decorrentes da variação do valor justo.

Essas evidências corroboram os estudos de Edelstein et al. (2012), assim como os de Devalle e Rizzato (2011), que afirmam que o uso do valor justo pode ter duplo efeito, impactando diversos indicadores de *performance* e não apenas o resultado.

O resultado que as empresas de valor justo alcançam com a ‘reavaliação’ das propriedades para investimento pode ser uma forma de conseguirem agregar valor aos acionistas. Estes, em sua maioria, são fundos internacionais (vide subseção 4.2.1), que investem nas empresas buscando um rápido retorno, alcançado com os “ganhos do valor justo”. Fato oposto acontece nas empresas de custo histórico, onde os investidores, na maior parte, são os fundadores, que preferem a valorização da empresa e sua consolidação no mercado, ao invés de retorno exclu-

sivo dos dividendos.

Pode-se inferir que, para as empresas que capitalizam o valor justo, há maior preocupação dos gestores em antecipar ao mercado, via resultado, a *performance* da gestão das propriedades para investimento; ao passo que aquelas que não o capitalizam preferem registrar o desempenho da gestão das propriedades no resultado, somente quando realizado.

4.1.4 Manutenção do status quo.

Nas entrevistas, quando os analistas de mercado foram indagados se a escolha do custo histórico seria uma forma de manter o estado de conforto do elaborador da demonstração contábil, a resposta foi negativa. Segundo eles, a suposição faria sentido desde que a norma permitisse a opção pelo custo histórico, mas que não obrigasse a divulgar o valor justo em nota explicativa. Os analistas acreditam que “o trabalho é o mesmo”, seja reconhecendo no balanço ou apenas em notas explicativas, com a diferença de capitalizar ou não esse valor. Também foi perguntado se a introdução do IFRS teria mudado o estado de conforto na execução do trabalho de análise. Responderam que, para a execução do trabalho, a adoção do IFRS não trouxe “grandes mudanças”, pois suas análises são pautadas no “modelo de negócio” e, com a adoção do IFRS, não houve “grandes mudanças” no modelo de negócio das empresas.

O auditor externo, assim como os analistas, acreditava que a segregação da propriedade para investimento do imobilizado foi uma mudança relevante, pois é uma propriedade remunerada, diferentemente do imobilizado: este gera renda de forma indireta, e aquela, de forma direta, via recebimento de aluguel, por exemplo.

Os entrevistados na Caso Valor Justo ressaltam a dificuldade de implantação no Brasil do IFRS e do valor justo devido a premissas e julgamentos, e acreditam que o país ainda tem muito a evoluir. Consideram “positivas” as discussões sobre o tema, pois “aproveitam a oportunidade” para abordar conceitos mais “amplos”, trazendo benefícios não só para a empresa, mas para todo o mercado.

Na Caso Custo Histórico, os entrevistados argumentam que não tiveram e não têm problemas com a adaptação às normas contábeis, e que quem “solicita as mudanças” são os auditores. Com o sistema informatizado “rodando 100%” é “tranquilo” fazer a mudança, e seguir os critérios contábeis não é uma “dificuldade”. Contudo, não descartam as “incertezas” relacionadas ao IFRS e a seu entendimento. Citam exemplos de empresas de outros setores que sofreram impactos negativos com o valor justo, confirmado que o custo histórico mantém um “estado de tranquilidade”, que existia quando se tratava a propriedade para investimento como imobilizado. Segundo esses entrevistados, os investidores “falam pouco” sobre a possibilidade de adoção do valor justo e, se não ocorrer a “necessidade legal” de mudança, não irão alterar o método de reporte.

Nessa análise, verifica-se que os agentes externos às

empresas (analistas de mercado e auditor) afirmam que a manutenção do *status quo* não impacta a escolha do valor justo ou custo histórico para a mensuração das propriedades para investimento. Porém, os agentes internos às empresas revelam indícios de insegurança no uso do valor justo, o que pode conduzir à manutenção do *status quo*, assim como preveem Devalle e Rizzato (2011), Martínez et al. (2011) e Capkun et al. (2008).

O estado de conforto também tem relação com o perfil dos acionistas e com o modelo de negócio de cada empresa. As empresas de custo histórico, onde predominam acionistas nacionais, se sentem confortáveis com sua manutenção, pois o Brasil ainda não tem a cultura de avaliar ativos não financeiros pelo valor de mercado. Já as empresas de valor justo têm forte presença de investidores internacionais que, em seus países de origem (Europa), estão acostumados a “marcar a mercado” os ativos não financeiros, e acabaram não sentindo desconforto na mensuração e divulgação de suas propriedades para investimento pelo valor justo. Esse último aspecto é explorado mais adiante,

pois é uma das características diferenciadoras do modelo de negócio das empresas.

4.2 | Explicações Relacionadas ao Modelo de Negócio

Neste item são apresentadas outras características, distintas das tradicionais já comentadas, e constantes da Figura 1, que se referem ao modelo de negócio das empresas. Essas características ajudam a entender por que as escolhas contábeis são multifatoriais e que esses fatores, no caso das empresas brasileiras exploradoras de propriedades para investimento, residem no modelo de negócio. São fatores importantes porque complementam as explanações das escolhas contábeis das empresas analisadas.

4.2.1 | Composição acionária.

Para conhecer a composição acionária das empresas, buscaram-se no site da BM&FBOVESPA os principais acionistas e o percentual de controle que estes detinham em cada empresa, comparando com o percentual no *free float*. Essas informações estão na Tabela 5.

Tabela 5 | Composição acionária

Empresa	Quantidade de Principais Acionistas	Participação dos Principais Acionistas	Ações dispersas no Mercado
Caso Valor Justo	2	13,22%	86,78%
Caso Custo Histórico	4	73,07%	26,33%

Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da pesquisa.

Quando questionados sobre a composição acionária, a resposta inicial do auditor e dos analistas foi que essa característica do modelo de negócio não teria influenciado diretamente a escolha do valor justo ou custo para mensurar as propriedades para investimento. O auditor acredita que uma empresa mais concentrada pode ter “políticas diferentes” sobre investimentos em novos empreendimentos do que empresas menos concentradas. As companhias com maior dispersão no mercado podem estar mais “preocupadas” com o resultado e, em razão disso, acabam comprando os empreendimentos visando apenas “ganhar dinheiro”.

As empresas mais concentradas são, também, mais conservadoras devido à “visualização do dono” e de certo “romantismo”, nas palavras do auditor. Com isso, constroem a maior parte de seus empreendimentos ao invés de adquiri-los prontos. Ainda segundo o auditor, as empresas mais “pulverizadas” têm a presença de bancos de investimentos como investidores relevantes, e esses são “mais agressivos” quanto ao crescimento. Preferem o valor justo na mensuração das propriedades para investimento, pois essa mensuração antecipa o potencial de crescimento das empresas.

Os analistas de mercado acreditam que a lógica da adoção do valor justo nas empresas com maior dispersão acionária faz mais sentido do que a opção das empresas mais concentradas pela adoção do custo histórico. Para eles, as empresas com dispersão acionária teriam incentivos para a adoção do valor justo, com o intuito de “mostrar” ao mercado o seu valor e, por isso, dão mais “visibilidade” ao número do valor justo. Porém, nas empresas menos con-

centradas, eles não acreditam que a não adoção do valor justo seja em razão de haver outras informações internas que supram a sua falta na demonstração financeira, até porque esse valor “está apresentado” em nota explicativa.

Os entrevistados da Caso Valor Justo, que possui dispersão acionária, defendem a capacidade informativa do valor justo e que esta é a forma pela qual a empresa consegue “melhor retratar” o valor de seus ativos. Eles acreditam que o custo histórico não consegue informar ao mercado o quanto realmente a empresa tem de portfólio e quanto ele vale.

Os entrevistados da Caso Custo Histórico, que tem concentração acionária, afirmaram que os acionistas minoritários e controladores não têm interesses “adversos”, mas sim “completamente alinhados”. Contudo, quando questionados pelo uso do valor justo nas decisões internas da empresa, afirmaram que esse valor passa por análises “muito mais complexas” do que a conta divulgada. Isso leva à suposição de que os controladores internos da empresa têm mais informações e o valor justo não é relevante para suas decisões.

Assim como prescreto por Collin et al. (2009), os resultados desta subseção denotam a influência da composição acionária sobre as escolhas contábeis realizadas nas empresas.

4.2.2 | Tamanho da empresa e tributação.

Para identificar uma possível relação entre o tamanho da empresa e sua visibilidade política e se, por esse motivo, ela adota ou não o valor justo, é apresentada a Tabela 6 com um comparativo das ABL (áreas brutas locáveis) e quantidades de empreendimentos que cada empresa controla.

Tabela 6 Comparativo do Tamanho das Empresas Pesquisadas (2º trimestre/2013)

	Quantidade de Imóveis	ABL (m ²)	ABL Própria (m ²)	Shoppings Administrados
Caso Valor Justo	51 shoppings	1.620.600	934.900	44
Caso Custo Histórico	17 shoppings	712.000	638.959	17

ABL – Área Bruta Locável

Fonte: Formulário de Referência CVM.

Apenas com as informações da Tabela 6, não é possível aceitar que, quanto maior a empresa, menor a probabilidade de ela escolher o valor justo. O auditor externo acredita que isso não deve ser considerado, pois as maiores empresas têm visibilidade e são consideradas “ícones” no setor. Não seria a reavaliação da propriedade para investimento que mudaria sua visibilidade perante o mercado, porém, ele acredita que o balanço divulgado pelo valor justo apresenta números mais “bonitos”, o que leva a refletir se os números mais “bonitos” não são uma forma de visibilidade.

Os analistas de mercado também não consideram o tamanho da empresa um “fator motivador” para a escolha contábil, uma vez que as empresas são listadas na Bolsa de Valores e, com isso, o mercado acaba percebendo sua visibilidade e “a avaliando a cada segundo”. Apesar disso, não negam a possibilidade da existência de “vaidades”, para empresas se mostrarem maiores do que outras.

Contudo, um ponto questionado pelos analistas foi a situação fiscal das propriedades para investimento. Eles relataram que, no momento da escolha de um dos métodos de mensuração, não existia um “entendimento claro” de qual seria o tratamento fiscal do ganho com o valor justo. A Receita Federal do Brasil não havia definido, na época da escolha contábil, como deveria ser o tratamento fiscal no momento da venda caso a propriedade fosse “marcada a mercado”. Isso fez com que algumas empresas optantes pelo valor justo reconhecessem o imposto diferido e outras continuassem com o custo histórico, pois seria mais “simples”, no momento da venda, pagar o imposto sobre a diferença entre o valor contábil depreciado e o valor de venda.

Os entrevistados da Caso Valor Justo acreditam que o valor justo “chama atenção”, principalmente no momento inicial, e defendem que a atratividade pode ocorrer em razão dos valores “expressivos” e “mais relevantes” divulgados nos balanços. Esse fato acontece, também, com analistas de mercado, que “dão mais atenção” ao valor justo quando esse é reconhecido nos balanços. Apesar disso, acreditam que o valor justo no balanço não seja uma forma de atrair mais investidores. A questão tributária também não parece ser um fator importante para a empresa, pois os “balanços contábeis e fiscais” são separados, sem ter efeitos na reavaliação das propriedades para investimento no balanço fiscal.

Os entrevistados da Caso Custo Histórico acreditam que o valor justo “não faz diferença alguma” para a visibilidade da empresa e confiam na “capacidade do mercado” de avaliar as notas explicativas, não esperan-

do reações apenas ao “dizer” o quanto a propriedade “pode ou vai valorizar”. Sobre a questão tributária, citaram que, antes de ser questionada a escolha por um dos métodos, não obtiveram uma “carta de conforto” por parte dos advogados, ressaltando que a Receita Federal não iria cobrar imposto sobre o ganho do valor justo, fato que não deixou “confortável” a escolha desse critério. A situação do não “entendimento claro” do posicionamento da Receita Federal, conforme defendido pelos analistas, acabou, parcialmente, com a Instrução Normativa n. 1.397, de 16 de setembro de 2013 (período posterior às entrevistas).

Contrariamente às evidências aqui apresentadas, Quagli e Avallone (2010) e Pereira (2013) concluíram que o tamanho da empresa é uma característica que influencia a escolha do valor justo, pois o custo histórico está atrelado à eficiência contratual, visto que reduz os custos de agência, a visibilidade política, a tributação e os litígios, conforme explicam Watts (2003) e Qiang (2007).

4.2.3 Gestão familiar e profissional, características dos empreendimentos e clientela.

A Caso Valor Justo está pulverizada no mercado acionário e os acionistas (fundos internacionais) almejam dividendos maiores e mais rápidos, como forma de retorno do seu investimento na empresa. O dividendo está relacionado com o lucro e este aumentou exponencialmente com as reavaliações das propriedades para investimento, mas os dividendos extraordinários, pagos com os “ganhos do valor justo”, passaram a ser tributados a partir de 2014.

A Caso Custo Histórico, com seus fundadores na administração e como principais acionistas, não considerou interessante esse retorno imediato do valor justo e está mais preocupada com a tributação. As relações desses acionistas controladores e fundadores com as suas empresas são de mais longo prazo que a relação dos fundos internacionais de investimentos nas empresas.

Empresas com dispersão acionária e provenientes do mercado financeiro têm maior necessidade de resultados rápidos e detalhada prestação de contas para os seus acionistas, que são, basicamente, fundos de investimentos internacionais. Esses fundos, por estarem na Europa e nos Estados Unidos, estão acostumados com a forma de divulgação pelo valor justo, pelo fato de existir, nesses locais, mercado ativo para as propriedades. Com a necessidade de rápido desenvolvimento, as empresas normalmente adquirem os empreendimentos em operação e buscam atender às classes C e D, que estão crescendo exponencialmente no Brasil.

Na empresa que tem os fundadores como controladores (Caso Custo Histórico), o modelo de negócio está pautado na “visualização do dono”. Nessa empresa, os empreendimentos são construídos com as características almejadas, no local planejado, e atendem às classes A e B. Pelo fato de os fundadores estarem na administração do negócio, o valor justo é muito mais útil na “visualização e percepção” dos donos do que na divulgação em demonstração financeira.

Essas diferenças nos modelos de negócios da Caso Valor Justo e da Caso Custo Histórico estão relacionadas com as distintas estratégias organizacionais e administrativas das empresas para serem competitivas e lucrativas, agregando e criando valor aos seus produtos, e atendendo às necessidades específicas de seus *stakeholders*.

Em suma, a Caso Valor Justo possui administração profissional (executivos de mercado), controle disperso, agressividade na gestão das propriedades para investimento (busca resultados rapidamente), e parte significativa das dívidas está no mercado de crédito. É uma empresa mais vinculada ao mercado e usa o valor justo para diminuir as assimetrias de informação quanto ao valor de mercado e desempenho dos negócios.

A Caso Custo Histórico é uma empresa familiar, com gestão também familiar. O controle é centralizado na família e há poucas ações no mercado. A dívida é concentrada em empréstimos bancários garantidos pelos controladores (família). A gestão das propriedades para investimento é diferente, pois os controladores constroem os imóveis e selecionam os clientes. É uma gestão caracterizada mais pelas questões familiares do que pelo mercado, por isso o valor justo não é relevante nas demonstrações contábeis.

É possível depreender que essas características de gestão fazem parte das definições de modelo de negócio

apresentadas por Timmers (1998) e Amit e Zott (2001), além de integrarem a definição de modelo de negócio apresentada neste estudo, pois contribuem para o estabelecimento de estratégias capazes de gerar vantagem competitiva e, consequentemente, valor para as empresas e *stakeholders*.

Assim, essas características relacionadas aos modelos de negócios das empresas podem explicar as escolhas contábeis de mensuração das propriedades para investimento. Como essas evidências estão baseadas em análise de dados secundários e entrevistas, foi efetuado outro teste para dar maior consistência aos resultados, conforme descrito na subseção seguinte.

4.3 Análise de Consistência com Ampliação dos Resultados

Pelas análises realizadas até aqui, percebe-se que a diferença encontrada nas duas empresas selecionadas está no modelo de negócio: cada uma tem características e necessidades informacionais distintas, o que pode resultar em escolhas contábeis diferentes na mensuração das propriedades para investimento.

O objetivo dessa subseção é dar consistência aos achados de que o modelo de negócio pode explicar as escolhas contábeis. Essa análise de consistência foi efetuada com as três empresas seguintes do setor (depois das duas primeiras analisadas anteriormente), com base também no ano de 2012, de modo a ampliar os resultados encontrados.

Na Tabela 7 é apresentado o comparativo das características do modelo de negócio encontradas nas duas empresas analisadas inicialmente (Caso Custo Histórico e Caso Valor Justo), com as características do modelo de negócio das três empresas adicionais observadas para efeitos da análise de consistência.

Tabela 7 Características do modelo de negócio das empresas pesquisadas

Custo Histórico		Valor Justo			Fonte
Caso	Observada	Caso	Observada 1	Observada 2	
Concentração acionária	Confirma	Dispersão acionária	Confirma	Parcial	Site BM&FBOVESPA
Fundador como controlador	Confirma	Diversos investidores	Confirma	Confirma	Atas
Constrói os empreendimentos	Confirma	Adquire os empreendimentos	Confirma	Não confirma	Perfil corporativo
Atende classes A e B	Confirma	Atende classes C e D	Não confirma	Confirma	Padrão dos empreendimentos, locatários e localização
Poucos e grandes empreendimentos	Confirma	Muitos e pequenos empreendimentos	Confirma	Parcial	Relação ABL/quantidade de empreendimentos
Pouco alavancada	Confirma	Muito alavancada	Confirma	Confirma	Índice P/PL
Covenants não financeiros	Não confirma	Covenants financeiros	Não confirma	Confirma	Notas explicativas
CCB	Confirma	CRI e securitização	Confirma	Não confirma	Notas explicativas
Market to book < 1	Confirma	Market to book > 1	Confirma	Parcial	Cálculo do índice

CCB = Cédula de Crédito Bancário; CRI = Certificado de Recebíveis Imobiliários; ABL = Área Bruta Locável; Índice P/PL = Passivo oneroso dividido por Patrimônio Líquido.
Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da pesquisa.

Como pode ser verificado, quase todas as características do modelo de negócio analisadas neste estudo nas empresas entrevistadas foram confirmadas nas empresas observadas. Na Observada Custo Histórico, a única característica não confirmada foi a existência de *covenants* não financeiros. Apesar de a empresa ter propriedade concentrada, com a família fundadora no controle e na administração da empresa, os financiadores não exigiram a manutenção desse controle nas cláusulas dos empréstimos, como aconteceu na Caso Custo Histórico, mesmo com os mecanismos de empréstimos sendo similares (CCB).

As duas empresas que escolheram o custo histórico para mensurar as propriedades para investimento detêm grandes empreendimentos e buscam atender às classes mais altas da sociedade brasileira. Para isso, têm a preferência na construção dos empreendimentos, mantendo o padrão esperado pela família controladora. Ademais, não são dependentes do mercado financeiro e detêm poucos empreendimentos, todos com alto valor agregado.

Com relação à escolha de mensuração das propriedades para investimento pelo valor justo, foram feitas observações em duas empresas do setor. Na Observada Valor Justo 1, duas características não foram confirmadas: os *covenants* existentes, que vão além das cláusulas financeiras com a presença de cláusulas não financeiras, como a manutenção dos administradores; e o atendimento às classes C e D, pois a empresa é muito diversificada e seus empreendimentos atendem a todas as classes sociais.

Apesar das duas não confirmações plenas, as duas empresas de valor justo (Caso Valor Justo e Observada Valor Justo 1) têm grande dispersão no mercado acionário, com acionistas fortemente ligados ao mercado financeiro (administração profissional). Desse modo, são mais agressivas e necessitam de um tempo de retorno menor para seus investimentos, preferindo comprar os empreendimentos prontos e locados, que geram fluxos de caixa imediatos. Para comprar os empreendimentos prontos, dependem de mais financiamento e outras formas de se financiar (CRI), quando comparadas às em-

presas optantes pelo custo histórico. Entretanto, há uma restrição na Observada Valor Justo 1: explora salas e edifícios comerciais, e a Caso Valor Justo explora *shopping centers*.

No intuito de amenizar a restrição da primeira comparação, foi efetuada a segunda observação em uma empresa que também explora *shopping centers*. A dispersão acionária foi parcialmente confirmada na Observada Valor Justo 2 pois, diferentemente da Caso Valor Justo e da Observada Valor Justo 1, a Observada Valor Justo 2 possui dois controladores.

Com relação à aquisição dos empreendimentos, a Observada Valor Justo 2 não confirmou essa característica: a empresa constrói empreendimentos. Pelo fato de atender às classes C e D, assemelha-se à empresa entrevistada e teve essa característica confirmada.

A Observada Valor Justo 2 apresenta uma alavancagem superior às outras do setor e, assim como a Caso Valor Justo, não apresenta *covenants* não financeiros. Entretanto, a forma como capta os recursos financeiros não é por CRI, mas esse fato está relacionado a outra diferença entre as empresas, que é a construção dos empreendimentos.

As empresas que compram os empreendimentos, como a Caso Valor Justo e a Observada Valor Justo 1, necessitam de formas distintas de financiamento para suportar seus investimentos (CRI e securitizações); e as empresas que constroem tomam créditos em instituições financeiras para suportar o período da obra do empreendimento (CCB), apresentando estruturas de financiamentos diferentes. O indicador de valor de mercado da Observada Valor Justo 2 é próximo de 1, o que indica que ela está quase no mesmo patamar da Caso Valor Justo e da Observada Valor Justo 1.

As observações, tanto nas empresas optantes pelo custo histórico quanto nas optantes pelo valor justo, apresentaram pontos que não são exatamente iguais, mas, ao menos, similares. Isso demonstra que o modelo de negócio encontrado nas empresas entrevistadas pode fazer sentido nas empresas observadas, o que estende os resultados das entrevistas para outras empresas exploradoras de propriedades para investimento.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A literatura apresenta explicações parciais sobre escolhas contábeis, quase todas calcadas na Teoria da Firma e na Teoria da Agência, as quais se baseiam em relacionamentos entre características (ou fatores) individuais (ou singulares) e as escolhas contábeis realizadas pelos agentes. Isso abre uma oportunidade de avançar no conhecimento das escolhas contábeis, pelo fato de poder incorporar várias características (ou fatores) interativas entre si para explicar tais escolhas. No caso deste estudo, ao considerar a agregação de várias características (ou fatores) como um modelo de negócio foi possível inferir, com

certa segurança (muito em função de a pequena amostra representar basicamente o universo do setor analisado), que o modelo de negócio é fator preponderante na explicação da escolha contábil de mensuração de propriedades para investimento, em empresas de capital aberto gestoras de imóveis no Brasil.

Para chegar a tal conclusão, foi usada abordagem metodológica que triangulou pesquisa documental, entrevistas com os principais agentes envolvidos nas escolhas contábeis e análise de consistência dos resultados encontrados. Os efeitos desta abordagem indicam novas

explicações para as escolhas contábeis de mensuração das propriedades para investimento. Isto significa que as escolhas contábeis são explicadas pela interação de vários fatores (o modelo de negócio, neste estudo), que passam pela estratégia dos negócios, pelas características de controle e gestão, e pela dependência dos mercados de crédito e de capitais.

As explicações tradicionais da literatura sobre a realização de escolhas contábeis (endividamento, assimetria informacional, impacto no resultado e manutenção do *status quo*), conforme os estudos de Capkun et al. (2008), Muller et al. (2008), Quagli e Avallone (2010), Lourenço e Curto (2010), Martínez et al. (2011), Osma e Pope (2011), Devalle e Rizzato (2011), Edelstein et al. (2012) e Christensen e Nikolaev (2013), também podem ser encontradas nas cinco principais empresas do setor de exploração de imóveis participantes do mercado de capitais brasileiro pesquisadas neste estudo. E o modelo de negócio incorpora (total ou significativamente) esses fatores individuais de explicação de escolhas contábeis como se fossem uma única variável, possibilitando relacionar o modelo de negócio com a escolha contábil.

Verificou-se a influência do endividamento nas escolhas contábeis de mensuração das propriedades para investimento, pela existência de dois novos fatores antes não considerados na literatura sobre propriedades de investimento: o endividamento calculado pela dívida líquida dividida pelo EBITDA, e a existência de *covenants* não financeiros.

A assimetria informacional foi observada nas empresas analisadas, tendo em vista a divergência entre os valores contábeis e os valores de mercado das empresas, mesmo que elas tenham significativa participação das propriedades para investimento na composição de seus ativos.

No que tange ao impacto no resultado para as empresas estudadas, a utilização do valor justo na mensuração das propriedades para investimento tem duplo efeito, ou seja, as empresas podem escolher o valor justo pensando no índice de endividamento, por exemplo, ao invés de focalizar, apenas, o lucro ou prejuízo.

Em relação à manutenção do *status quo*, os agentes internos das empresas expressaram que, mesmo havendo incertezas quanto ao valor justo, existe expertise para seu cálculo e divulgação, mas na Caso Custo Histórico, este será reconhecido nas demonstrações contábeis somente por exigência legal, tendo em vista que tais ativos eram registrados pelo custo histórico no imobilizado antes do IFRS.

No caso das empresas brasileiras exploradoras de propriedades para investimento, verificou-se que as características do modelo de negócio (composição acionária, características dos empreendimentos e da clientela e características de gestão) podem explicar as escolhas de mensuração desses ativos, isto é, modelos de negócios diferentes implicaram escolhas contábeis distintas.

A empresa que aplica o valor justo é controlada por fundos internacionais e utiliza o mercado de crédito, ao passo que a empresa que aplica o custo histórico possui controle familiar e recorre a instituições financeiras. Além disso, um dos *covenants* da empresa que aplica o custo é o de não ocorrer transferência do controle societário. Essa situação indica que, para a empresa que aplica o custo, um elemento crítico para a obtenção de financiamento bancário é a importância e influência da família controladora. Neste caso, as demonstrações contábeis e o eventual uso do valor justo para apresentar maiores resultados não são fatores importantes, o que justifica a escolha pelo custo histórico. A empresa que aplica o valor justo procura seguir o padrão internacional do setor, de modo a manter a atenção dos fundos de investimento internacionais, o que pode explicar a escolha por este método de mensuração das propriedades para investimento.

A análise de consistência foi pautada pelo confronto entre os resultados derivados da pesquisa documental e entrevistas com as duas maiores empresas do setor de exploração de imóveis, e os resultados derivados da pesquisa documental com as três empresas seguintes do mesmo setor. A análise revelou que empresas que fizeram a mesma escolha contábil na mensuração das propriedades para investimento apresentam características de modelos de negócios semelhantes. O resultado final deste estudo, que abordou as cinco principais empresas brasileiras exploradoras de propriedades para investimento, revela que o modelo de negócio dessas empresas pode oferecer explicações adicionais para suas escolhas contábeis de mensuração das propriedades para investimento. Dessa forma, entende-se que as escolhas contábeis podem ser explicadas por um conjunto mais amplo de características econômico-financeiras, administrativas e estratégicas das empresas. Esses fatores explicativos podem ser adicionados aos que são conhecidos na literatura, tais como contratos, comportamento oportunista, gerenciamento de resultados e assimetria informacional.

Entretanto, é muito importante destacar que os resultados aqui apresentados não podem ser generalizados (limitação do estudo), pois são restritos às empresas estudadas, que foram poucas (mesmo que a amostra represente quase todas as empresas relevantes de capital aberto que administram imóveis). Porém, ainda assim esta pesquisa mostra que as escolhas contábeis podem ter explicações mais profundas quando várias características (ou fatores) são relacionadas conjuntamente. Esta é uma oportunidade clara para pesquisas futuras.

Em outras palavras, esta pesquisa identificou outros fatores (ou a integração de outros fatores) ainda pouco ou não explorados na Teoria das Escolhas Contábeis, e que podem aumentar o nível de compreensão das escolhas dos gestores. Sugere-se, para pesquisas futuras, a utilização de abordagens metodológicas diferenciadas (como a que foi aqui empregada) para aprofundar o estudo de outras escolhas contábeis.

Referências

- Amit, R., & Zott, C. (2001). Value creation in E-business. *Strategic Management Journal*, 22(6-7), 493-520.
- Andrade, M. E. M. C., Silva, D. M., & Malaquias, R. F. (2013). Escolhas contábeis em propriedades para investimento. *Revista Universo Contábil*, 9(3), 22-37.
- Ball, R. (2006). International Financial Reporting Standards (IFRS): pros and cons for investors. *Accounting and Business Research*, 36(special issue), 5-29.
- Barlev, B., & Haddad, J. R. (2003). Fair value accounting and the management of the firm. *Critical Perspectives on Accounting*, 14(4), 383-415.
- Cairns, D., Massoudi, D., Taplin, R., & Tarca, A. (2011). IFRS fair value measurement and accounting policy choice in the United Kingdom and Australia. *The British Accounting Review*, 43(1), 1-21.
- Capkun, V., Cazavan-Jeny, A., Jeanjean, T., & Lawrence W. A. (2008). *Earnings Management and Value Relevance during the Mandatory Transition from local GAAPs to IFRS in Europe*. Recuperado em 25 janeiro, 2014, de <http://ssrn.com/abstract=1125716> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1125716>.
- Casadesus-Masanell, R., & Ricart, J. E. (2010). From strategy to business models and onto tactics. *Long Range Planning*, 43, 195-215.
- Christensen, H. B., & Nikolaev, V. (2013). Does fair value accounting for non-financial assets pass the market test? *Review of Accounting Studies*, 18(3), 734-775.
- Collin, S. Y., Tagesson, T., Andersson, A., Cato, J., & Hansson, K. (2009). Explaining the choice of accounting standards in municipal corporations: Positive accounting theory and institutional theory as competitive or concurrent theories. *Critical Perspectives on Accounting*, 20, 141-174.
- Costa, T. A., Silva, A. H. C., & Laurencel, L. C. (2013). Escolha de práticas contábeis: um estudo sobre propriedades para investimento em empresas brasileiras não financeiras de capital aberto. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 18, 25-36.
- Devalle, A., & Rizzato, F. (2011). Fair value application and disclosure of investment properties (IAS 40): an empirical analysis of European listed companies. *International Journal on Business Review*, 1(1), 8-15.
- Drucker, P. (1954). *The Practice of Management*. New York: Harper and Row Publishers.
- Edelstein, R., Fortin, S., & Tsang, D. (2012). An international exploration of financial reporting practices in the real estate industry. *International Real Estate Review*, 15(3), 347-372.
- Fields, T. D., Lys, T. Z., & Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, 31(3), 255-307.
- Francis, J. (2001). Discussion of empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, 31(3), 309-319.
- Holthausen, R. W. (1990). Accounting method choice: opportunistic behavior, efficient contracting, and information perspectives. *Journal of Accounting and Economics*, 12(3), 207-218.
- Holthausen, R. W., & Leftwich, R. W. (1983). The economic consequences of accounting choice: implications of costly contracting and monitoring. *Journal of Accounting and Economics*, 5(1), 77-117.
- Lourenço, I. C., & Curto, J. D. (2010). Determinants of the accounting choice between alternative reporting methods for interests in jointly controlled entities. *European Accounting Review*, 19(4), 739-773.
- Martínez, J. A., Martínez, F. G., & Diazaraque, J. M. M. (2011). Optional accounting criteria under IFRSs and corporate characteristics: evidence from Spain. *Revista de Contabilidad - Spanish Accounting Review*, 14(1), 59-85.
- Muller, K. A. III, Riedl, E. J., & Sellhorn, T. (2008). *Consequences of voluntary and mandatory fair value accounting: evidence surrounding IFRS adoption in the EU real estate industry*. [Working Paper 09-033]. Harvard Business School, Boston, MA. Recuperado em 25 janeiro, 2014, de http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/09-033_14a96a28-1bd8-4fb8-9313-b0ad89e1ea63.pdf.
- Osma, B. G., & Pope, P. F. (2011). *Strategic balance sheet adjustments under first-time IFRS adoption and the consequences for earnings quality*. Recuperado em 03 novembro, 2013, de <http://ssrn.com/abstract=1735009>.
- Paulo, E. (2007). *Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados*. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado em 01 março, 2013, de <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-28012008-113439/pt-br.php>.
- Pereira, A. F. (2013). *Determinantes na escolha do valor justo para propriedades para investimento no Brasil*. Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado em 25 janeiro 2014, de <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-25032013-161045/pt-br.php>.
- Qiang, X. (2007). The effects of contracting, litigation, regulation, and tax costs on conditional and unconditional conservatism: cross-sectional evidence at the firm level. *The Accounting Review*, 82(3), 759-796.
- Quagli, F., & Avallone, F. (2010). Fair value or cost model: drivers of choice for IAS 40 in the real estate industry. *European Accounting Review*, 19(3), 461-493.
- Timmers, P. (1998). Business models for electronic markets. *Electronic Markets*, 8(2), 3-8.
- Watts, R. L. (2003). Conservatism in accounting part I: explanations and implications. *Accounting Horizons*, 17(3), 207-221.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive accounting theory*. New Jersey: Prentice Hall.
- Whittington, G. (2008). Fair value and the IASB/FASB conceptual framework project: an alternative view. *Abacus*, 44(2) 139-178.

Endereço para Correspondência:

Murillo José Torello Pinto

Universidade Presbiteriana Mackenzie, Centro de Ciências Sociais e Aplicadas
Rua da Consolação, 896 – Prédio Rev. Modesto Carvalhosa – CEP: 01302-907 Consolação – São Paulo – SP
E-mail: murillo.torelli@mackenzie.br