

# Escolhas Contábeis: Análise dos Efeitos da Mensuração a Custo ou a Valor Justo das Propriedades para Investimento sobre o Desempenho Reportado no Segmento de Exploração Imobiliária

**Ana Carolina Kolozsvari**

Rio de Janeiro – RJ

Mestranda em Ciências Contábeis do PPGCC/UFRJ<sup>1</sup>

anacko@gmail.com

**José Augusto Veiga da Costa Marques**

Rio de Janeiro – RJ

Pós-Doutor em Controladoria e Contabilidade pela USP<sup>2</sup>Professor Associado da FACC/UFRJ<sup>3</sup>

joselaura@uol.com.br

**Marcelo Alvaro da Silva Macedo**

Rio de Janeiro – RJ

Doutor em Engenharia de Produção pela COPPE/UFRJ<sup>4</sup>Pós-Doutor em Controladoria e Contabilidade pela FEA/USP<sup>5</sup>Professor Adjunto da FACC/UFRJ<sup>3</sup>

malvaro@facc.ufrj.br

**Resumo**

As escolhas contábeis promovem alterações nas informações reportadas, seja em níveis contratuais ou informacionais, abrindo espaço para melhor qualidade de informação e oportunismo gerencial. Nesta pesquisa, tais questões fundamentam a investigação dos efeitos da escolha entre custo e valor justo na aplicação do CPC 28 – Propriedade para Investimento, sobre o resultado das empresas que administram empreendimentos imobiliários comerciais, setor em que estes ativos possuem alta representatividade patrimonial. Quando avaliadas pelo valor de custo, as pro-

priedades para investimento recebem tratamento contábil semelhante ao imobilizado, e quando avaliadas a valor justo, a variação do valor das propriedades apurado de um momento para outro incide sobre o resultado da empresa no período a que se refere. Como método para investigação, foi elaborada uma forma de cálculo que permitisse comparar os resultados antes dos impostos apresentados na adoção do valor de custo com um resultado que seria obtido caso a escolha da mensuração fosse pelo valor justo. Os resultados antes dos impostos, na utilização do método do valor justo, revelaram-se significativamente maiores que os apresentados com o uso da avaliação pelo custo. As rentabilidades antes dos impostos também apontaram para um aumento no desempenho, embora em menor intensidade, devido ao aumento na base do cálculo realizado. Conclui-se que um cenário de valorização imobiliária vem a trazer maiores resultados e rentabilidades para as empresas que utilizem o método do valor justo para avaliação de suas propriedades para investimento, e fica claro que a informação reportada sobre o desempenho da empresa sofre impactos significativos dependendo da escolha contábil realizada. **Palavras-chave:** Escolhas Contábeis, CPC 28, Propriedade para Investimento, Exploração Imobiliária, Valor Justo

**Abstract**

Accounting choices promote changes in reported information, either in contractual or informational levels, making room to better quality of information and managerial opportunism. In this study, such questions underlie the investigation of the effects of choosing between cost value or fair value in application of CPC 28 – Investment Property on the result of firms that manage commercial real estate ventures, industry which such assets have high equity representation. When evaluated at cost, investment properties receive

<sup>1</sup> UPGCC/UFRJ - Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro - CEP. 21.944-970 - Rio de Janeiro - RJ

<sup>2</sup> Universidade de São Paulo - CEP 05508-900 - São Paulo - SP

<sup>3</sup> FACC/UFRJ - Faculdade de Administração e Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro - CEP. 22.290-240 - Rio de Janeiro - RJ

<sup>4</sup> COPPE/UFRJ - Instituto Alberto Luiz Coimbra de Pós-Graduação e Pesquisa de Engenharia da Universidade Federal do Rio de Janeiro - CEP. 21941-972 - Rio de Janeiro - RJ

<sup>5</sup> FEA/USP - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo - CEP. 05508-010 - São Paulo - SP

similar accounting treatment to fixed assets, and when evaluated at fair value, the change in value of these properties determined from one moment to another impacts the company's result in the referred period. As a method for investigation, a calculation method was developed to allow comparisons of income before taxes presented in the adoption of cost value with a result that would be obtained if the choice of measurement was at fair value. Earnings before taxes, in the use of the fair value method, proved to be significantly higher than those presented using the cost method. The returns before taxes also indicated an increase in performance, although less intense, due to the increase in the base of calculation performed. We conclude that a scenario of real estate appreciation brings greater results and returns for firms that use the fair value method to evaluate its investment properties, and it is clear that the reported information about the firm's performance is significantly affected depending on the accounting choice performed.

**Key words:** Accounting Choices, CPC 28, Investment Property, Real Estate, Fair Value

## 1. Introdução

A possibilidade da realização de escolhas contábeis com a adoção dos padrões internacionais de contabilidade é um tema de discussão sob diversos aspectos, dentre eles, seus impactos sobre as informações divulgadas ao mercado, como o resultado reportado nas demonstrações financeiras. Holthausen (1990) oferece três perspectivas, não mutuamente exclusivas, como incentivos sobre as escolhas contábeis realizadas pelas empresas: a da eficiência contratual, relacionada à minimização de custos de agência e maximização do valor da firma; a do comportamento oportunista, associada à utilidade e remuneração dos gestores; e a da informação, em que os métodos contábeis são escolhidos de forma a revelar as expectativas sobre futuros fluxos de caixa da empresa. O autor associa as duas primeiras como perspectivas contratuais, em que as escolhas contábeis afetam os fluxos de caixa, enquanto a terceira, a perspectiva informacional, sugere que os fluxos de caixa são informados, mas não afetados diretamente pela escolha realizada.

Tendo um ponto de vista semelhante, Fields, Lys e Vincent (2001) argumentam que, enquanto o exercício de julgamento permite que se forneça um melhor nível de informação para os usuários externos em relação a aspectos temporais, de magnitude e de riscos de fluxos de caixa futuros, por outro lado, a discricionariedade abre espaço para que gestores ajam de forma oportunista em benefício próprio. Os autores relacionam as escolhas contábeis à prática de gerenciamento de resultados quando suas implicações consistem em influenciar o resultado para atingir uma meta.

Uma oportunidade para observar os efeitos das escolhas contábeis sobre as informações reportadas está em estudar a adoção do valor de custo ou do valor justo na avaliação de propriedades para investimento. Em setores cuja atividade principal das empresas se baseia na exploração destas propriedades, se torna ainda mais interessante investigar os efeitos desta escolha sobre o resultado reportado e a informação sobre o desempenho que ele representa.

Neste trabalho, é abordado o segmento de Exploração Imobiliária de empreendimentos comerciais no Brasil, de 2010 a 2012, período pós-IFRS. Em estudos recentes, especialmente Batista *et al.* (2013), foram analisadas as demonstrações financeiras de empresas deste mesmo setor, observando-se a divulgação de

informações quanto à escolha da mensuração das propriedades para investimento entre o valor de custo ou o valor justo, mas não seu impacto sobre os resultados reportados, principal ponto que se pretende contribuir com a realização desta pesquisa.

O principal objetivo deste trabalho consiste em investigar os impactos sobre o resultado das empresas de exploração imobiliária de empreendimentos comerciais quando considerada a mensuração das propriedades para investimento pelo seu valor de custo ou pelo valor justo. A normatização contábil principal se baseia no Pronunciamento Técnico CPC 28 – Propriedade para Investimento, que define e regula as principais práticas de mensuração e divulgação destes ativos. De acordo com o Pronunciamento, quando as propriedades são mensuradas pelo método de custo, o tratamento é semelhante ao de ativo imobilizado, e quando utilizado o valor justo, alterações de valores provocam efeitos no resultado do período referido. Desta forma, entende-se que quando utilizado o método do valor justo, os resultados das empresas são impactados de forma diferente do que quando utilizada a avaliação pelo método de custo.

Assim sendo, tem-se o seguinte problema de pesquisa: qual é o impacto da escolha entre os métodos de custo e valor justo para a mensuração de propriedades para investimento sobre os resultados das empresas do segmento de exploração imobiliária de empreendimentos comerciais?

Considerando o cenário de valorização imobiliária dos últimos anos, a hipótese principal da pesquisa testou se os resultados são maiores quando da adoção do valor justo em detrimento da escolha pelo método do custo. Em contrapartida, a avaliação das propriedades para investimento impacta também o ativo das empresas, de forma que se faz interessante observar o efeito conjunto sobre uma medida relativa de desempenho, como a rentabilidade sobre o ativo total. Então, em hipótese adicional, foi testado se, mesmo com resultados maiores pelo o método do valor justo, isto não venha a indicar um desempenho superior para a empresa quando relacionado ao investimento total.

A comparação dos efeitos dos diferentes métodos de avaliação foi realizada para o setor de exploração imobiliária de empreendimentos comerciais, contemplando os anos entre 2010 e 2012. A escolha deste segmento como objeto da pesquisa se justifica pelo alto peso das propriedades para investimento no ativo total, de forma a melhor evidenciar os impactos esperados nas hipóteses levantadas. Inicialmente, buscou-se elaborar uma forma de cálculo para comparar resultados apresentados pelas empresas com resultados que seriam obtidos caso fosse utilizado método diferente de mensuração das propriedades para investimento. Através das informações contábeis disponíveis nas demonstrações financeiras, foi possível elaborar uma maneira de estimar o resultado antes dos impostos pela mensuração a valor justo, para as empresas que utilizaram o método do custo. Neste trabalho, por conta da ausência de informações, não foi abordado o cálculo para efeito inverso, de mensuração a custo pelas empresas que avaliam suas propriedades pelo valor justo. Em etapa posterior, buscou-se comparar a rentabilidade antes dos impostos das empresas que avaliam as propriedades a custo em relação ao resultado calculado para o método do valor justo, complementando os ajustes necessários nos ativos.

Nas próximas seções são apresentados os principais aspectos relacionados à aplicação do CPC 28 – Propriedade para Investi-

mento para o setor estudado e trabalhos anteriores, a metodologia desenvolvida, os resultados encontrados e as conclusões da pesquisa, seguidas pelas referências.

## 2. Propriedades para Investimento

O tratamento contábil para estas propriedades é normatizado principalmente pelo Pronunciamento Técnico CPC 28 – Propriedade para Investimento. A definição oferecida pela norma diz que Propriedade para investimento é a propriedade (terreno ou edifício – ou parte de edifício – ou ambos) mantida (pelo proprietário ou pelo arrendatário em arrendamento financeiro) para auferir aluguel ou para valorização do capital, ou para ambas, e não para: (i) uso na produção ou fornecimento de bens ou serviços ou para finalidades administrativas; ou (ii) venda no curso ordinário do negócio. (CPC, 2009a) Esta definição e a classificação de ativos em propriedades para investimento são abordadas em maior profundidade por Ludícibus *et al.* (2010), que procura explicar com cuidado os aspectos normativos, e por Rodrigues (2013) que trata das limitações teóricas contábeis desta definição para o caso português, sendo igualmente pertinente ao Brasil.

A aplicação do CPC 28 – Propriedade para Investimento permite às empresas que avaliem as propriedades para investimento ao valor de custo ou a valor justo. No reconhecimento inicial das propriedades para investimento, em ambas as formas de mensuração, os valores de entrada destes ativos são registrados a custo. Tanto o CPC 28 quanto o CPC 27 – Ativo Imobilizado, destacam que o “custo do ativo é o equivalente ao seu preço à vista na data do reconhecimento”, considerando também dispêndios diretamente atribuíveis para colocá-lo em funcionamento, como custos de transação, preparação, instalação, etc... O valor justo é definido como “valor pelo qual um ativo pode ser negociado entre partes interessadas, conhecedoras do negócio e independentes entre si, com ausência de fatores que pressionem para a liquidação da transação ou que caracterizem uma transação compulsória.” (CPC, 2009, 2009a; IUDÍCIBUS *et al.*, 2010). Freri e Salotti (2013) reforçam que “custo e valor justo no momento inicial tendem a ser iguais”.

Ainda de acordo com o CPC 28, após o reconhecimento inicial, a entidade deve escolher sua política contábil, utilizando a mensuração a valor justo ou mantendo o custo. Se escolher o método do custo, todas as propriedades para investimento devem ser mensuradas de acordo com os requisitos do CPC 27 – Ativo Imobilizado, exceto as que forem classificadas como mantidas para a venda, grupo normatizado pelo CPC 31 – Ativos Mantidos para a Venda e Operação Descontinuada. De acordo com o CPC 27, item 30, a aplicação do método do custo para a mensuração após o reconhecimento deve apresentar o ativo “ao custo menos qualquer depreciação e perda por redução ao valor recuperável acumuladas.” A depreciação contempla a vida útil econômica do ativo, seu valor residual e a natureza do desgaste, refletindo o padrão de consumo dos benefícios econômicos futuros pela empresa. Por este método, as variações de valor da propriedade são reconhecidas apenas na baixa do ativo, por ocasião de alienação ou falta de expectativa de benefícios econômicos futuros. Desta forma, os ganhos ou perdas são apurados pela diferença entre o valor líquido da alienação, se houver, e o valor contábil da propriedade, e devem ser reconhecidos no resultado (CPC, 2009a). Assim, entende-se que o valor a receber pelo ativo reflete seu valor justo no momento de sua saída, quando há o impacto no resul-

tado pela variação do valor justo da propriedade. Dietrich, Harris e Muller (2001), alertam que o preço de venda realizado é uma medida intuitivamente atraente do valor justo, entretanto, pode ser enviesada quando as vendas resultarem de compradores que se ofereçam para pagar mais que o valor justo.

Em contrapartida, quando mensurados a valor justo, os ganhos ou perdas provenientes das variações de valor das propriedades para investimento são reconhecidos no resultado do período relacionado. Os critérios de avaliação a valor justo são discorridos ao longo do CPC 28, e, conforme observam Ludícibus *et al.* (2010), embora caracterizações especiais sejam fornecidas pelo Pronunciamento, este repete considerações contidas em outros, a respeito de definições e preferências quanto à adoção do método do valor justo.

Outra diferença relevante para o resultado entre os métodos é quando ocorrem transferências de propriedades entre contas da empresa. Quando utilizado o método do custo, as transferências de estoque ou imobilizado para propriedade para investimento, por exemplo, ocorrem ao valor contábil do ativo, sem impacto no resultado do período. Normatiza o CPC 28, no item 59, que quando a entidade usar o método do custo, as transferências entre propriedades para investimento, propriedades ocupadas pelo proprietário e estoque não alteram o valor contábil da propriedade transferida e não alteram o custo dessa propriedade para finalidades de mensuração ou divulgação. Por outro lado, quando utilizada a mensuração das propriedades para investimento a valor justo, a diferença entre o valor justo e o contábil pode impactar o resultado. É o caso da transferência de estoque para propriedade para investimento, em que “qualquer diferença entre o valor justo da propriedade nessa data e o seu valor contábil anterior deve ser reconhecida no resultado [...] consistente com o tratamento de venda de estoque”, conforme explicam os itens 63 e 64 do CPC 28.

Outro aspecto normativo relevante em relação às propriedades para investimento mensuradas a custo é que cabe à entidade informar em notas explicativas os valores justos das propriedades, ainda que não apurem ganhos ou perdas com as alterações de valores. Isto permite um melhor acompanhamento por parte dos usuários externos.

Quando examinada a adoção da IAS 40 – Investment Property por empresas do setor imobiliário em países da União Europeia, Muller, Ried e Sellhorn (2008), observaram haver uma percepção diferenciada, por parte dos usuários externos, entre a informação reconhecida e a informação divulgada, ou seja, a adoção do valor justo foi identificada como mais informativa em detrimento à avaliação pelo valor de custo com divulgação do valor justo em notas explicativas. Os autores também identificaram que há uma escolha maior pelo valor justo quando há padrões contábeis anteriores que permitam ou indiquem seu uso; bem como maior dispersão acionária e maior comprometimento com a transparência da informação por parte da empresa. Além disso, perceberam que as empresas que adotam o valor justo reportam ganhos maiores na avaliação das propriedades, com esta opção, do que as empresas que adotam o método de custo reportariam caso adotassem o valor justo, ao que atribuem ser uma evidência de comportamento oportunista pela escolha do valor justo para maximizar o lucro líquido reportado.

No Reino Unido, Dietrich, Harris e Muller (2001) investigaram a confiabilidade da mensuração a valor justo para as propriedades

para investimento, utilizando o preço de venda como referência, e comparando com os valores a custo correspondentes. Embora o estudo seja pré-IFRS, o Reino Unido é um dos países em que nos padrões locais requeriam a estimativa do valor justo das propriedades para investimento para empresas do setor imobiliário. Os autores observaram que as estimativas de valor justo subestimam os reais preços de venda, mas são menos enviesadas e representam medidas mais precisas do valor de venda do que o custo histórico. Em relação ao comportamento discricionário dos gestores, as escolhas são direcionadas à divulgação de maiores resultados, de suavização de lucros e mudanças patrimoniais, com evidências de uso dos incrementos da reavaliação a valores justos para suavizar mudanças nos ativos líquidos, medida primária de desempenho do setor, e para aumentar o valor justo antes de obter novos empréstimos.

Outros fatores determinantes para a escolha entre o método do custo ou do valor justo no setor imobiliário na Europa são investigados por Quagli e Avalone (2010), com base em teorias das escolhas contábeis, relacionadas à assimetria de informação, eficiência contratual e oportunismo gerencial, partindo dos trabalhos de Holthausen (1990) e Fields, Lys e Vincent (2001). Neste caso, as empresas que compuseram a amostra estavam localizadas em países que não permitiram a adoção do método do valor justo no período pré-IFRS, como forma de eliminar a influência da pré-existência do valor justo na adoção inicial da IAS 40. De forma geral, os resultados confirmam as teorias tradicionais de escolhas contábeis.

Há também estudos recentes aplicados ao ambiente brasileiro. Batista, Prado e Bonoli (2012) buscaram determinar possíveis variáveis que influenciariam na escolha entre os métodos dentre 65 empresas de capital aberto no mercado brasileiro que apresentaram informações relacionadas a este tipo de ativo, referente ao exercício de 2010. Dentre as variáveis analisadas, a diferença estatística encontrada foi a do peso das propriedades para investimento em relação ao ativo total das empresas, confirmando a hipótese levantada de que as empresas com maior proporção optam pelo valor justo em detrimento do valor de custo. Os autores observaram que a divulgação das informações pelas entidades não atende plenamente aos requisitos normativos; e que isso, associado à flexibilidade permitida pela norma, acaba por provocar perdas de comparabilidade entre os métodos.

Na pesquisa realizada por Martins, Pinto e Alcofarado (2012), foram abordados os anos de 2009 a 2011, e empresas que apresentaram como atividade social a administração de propriedades para investimento. Sob os argumentos de ser uma decisão ligada aos gestores, diretores e elaboradores das informações, e que cada escolha de mensuração contém significado específico, os autores assumem que “as escolhas não são realizadas de forma ingênua, mas são motivadas por incentivos econômicos dos gestores das empresas”, com tomada de decisão parcial para maximização da utilidade individual do gestor. Os autores interpretam que o valor justo possivelmente age como redutor de assimetria de informação e revela a forma mais adequada de divulgação de informações para usuários externos que não participam diretamente da gestão da empresa, tendo apenas capital investido nela.

O trabalho de Andrade, Silva e Malaquias (2013) contempla os anos de 2009 e 2010, para as empresas de capital aberto que divulgaram propriedades para investimento no escopo do CPC 28, com uma abordagem quantitativa. Os pesquisadores procuraram

relacionar a escolha do tipo de mensuração ao gerenciamento de resultados, assimetria de informação e custos de agência, mas não encontraram relação significativa para as variáveis selecionadas para o estudo. Os autores atribuem a isso fatores como a norma ser nova e complexa, e às condições do mercado brasileiro serem diferentes dos estrangeiros, onde foram realizadas as pesquisas que fundamentaram o trabalho.

Já Freri e Salotti (2013) apresentam uma pesquisa aplicada às administradoras de shopping centers de capital aberto, para os anos de 2010 e 2011, comparando as relações entre custo e valor justo e verificando o nível de cumprimento das exigências do CPC 28. Foram constatadas a utilização de diferentes metodologias e premissas para o cálculo do valor justo, bem como faltas de divulgação de taxas de desconto. Os autores concluem que as demonstrações analisadas não apresentaram divulgação totalmente adequada das informações, com necessidade de melhoria na qualidade.

Por sua vez, Batista *et al.* (2013) estudaram as informações divulgadas em notas explicativas das Propriedades para Investimento das empresas do setor de exploração de imóveis, para o triênio de 2008 a 2010, no que se refere a mensuração e divulgação de valores justos. As análises descreveram, para cada empresa, o método de avaliação, justificativas, hierarquia e técnicas utilizadas para obtenção do valor justo e atendimento às exigências de divulgação. Os autores atribuem à ausência de regulamentação sobre o valor justo a omissão de itens importantes, que trariam maior qualidade à informação contábil.

Neste contexto, o presente trabalho busca contribuir com os estudos anteriores descritos em continuidade às análises apresentadas pelos mesmos, para o setor de exploração imobiliária no mercado brasileiro. De forma específica, pretende complementar a abordagem da escolha entre o custo ou o valor justo para mensuração de propriedades para investimento em aplicação ao CPC 28 quanto aos efeitos sobre o resultado reportado. Por se tratar de poucas empresas, buscou-se analisar os resultados encontrados de maneira descritiva e de forma comparativa ao comportamento do próprio setor.

### 3. Metodologia

Dentre o compêndio das diversas tipologias de pesquisa oferecidas por Raupp e Beuren (2010) e Vergara (2010), esta pesquisa pode ser considerada exploratória com análise de conteúdo. De acordo com os autores, explorar um assunto significa buscar novas dimensões e, nesta pesquisa, buscou-se observar os efeitos das diferentes escolhas de mensuração das propriedades para investimento sobre o resultado no segmento de exploração imobiliária, algo não identificado em estudos anteriores. Para isso o método utilizado consistiu, principalmente, em analisar o conteúdo das demonstrações financeiras publicadas pelas empresas delimitadas como objeto da pesquisa.

A identificação do setor deste estudo foi iniciada a partir da classificação utilizada pela BM&FBovespa, em dezembro de 2013, cujo critério consiste na contribuição dos produtos e serviços para composição da receita das companhias. O segmento de “Exploração de Imóveis” forneceu uma primeira relação de 12 empresas, a mesma obtida por Batista *et al.* (2013). Por se tratar de um trabalho que busca investigar o mesmo setor, as considerações dos autores para composição da amostra final são igual-

mente pertinentes a esta pesquisa, resultando na manutenção de apenas empresas que atuam na exploração de empreendimentos comerciais, com saldos em Propriedades para Investimento, limitando a amostra as nove empresas do segmento identificadas na Tabela 1, apresentada na próxima seção.

As informações levantadas para as empresas foram obtidas a partir do banco de dados da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, e consistem em demonstrações financeiras padronizadas dos exercícios de 2010 a 2012, inclusive as notas explicativas. Da amostra selecionada, observou-se que três empresas realizam a avaliação das propriedades para investimento pelo método do valor justo, e seis pelo custo. Estes dados também são consistentes aos de Batista et al. (2013).

Como o interesse desse trabalho é a investigação dos impactos sobre os resultados das empresas quando da avaliação de um ou outro método, considerou-se, em um primeiro momento, buscar mapear o comportamento dos resultados anuais caso a empresa que tenha escolhido um método tivesse escolhido o outro. Pelas informações disponíveis, este procedimento é viável para as empresas que avaliam a custo, pois devem informar o valor justo de suas propriedades para investimento. Já a apuração de resultados a custo para as empresas que utilizam a avaliação a valor justo não foi desenvolvida neste trabalho, pois observa-se que informações contábeis como o valor de custo total das propriedades para investimento, taxas de depreciação e baixas ao valor de custo não são calculadas ou divulgadas.

Dadas as implicações de neutralidade tributária presentes no período estudado, bem como a possibilidade de realização de operações de diferimento ou compensação de impostos, optou-se por comparar alterações sobre o resultado apurado antes das tributações sobre o lucro. Isto porque desconsiderar tais efeitos traria maior subjetividade aos resultados da pesquisa, se calculados diretamente para os lucros líquidos societários. Desta forma, os resultados obtidos para as diferenças entre os métodos de mensuração das propriedades para investimento para comparar o desempenho apresentado e o calculado para as empresas do setor devem ser consideradas em termos societários, antes da incidência dos impostos.

Então, para o grupo de seis empresas que avaliam as propriedades para investimento pelo método de custo, foram calculados os resultados antes dos impostos que seriam obtidos a valor justo. Para isso, partiu-se da compensação dos efeitos de cada um dos dois métodos sobre seus respectivos resultados: depreciação e ganhos ou perdas apurados na venda de propriedades baixadas, no custo; e ganhos ou perdas com a variação de valor justo, na adoção do valor justo.

Uma observação importante é que foi considerado que o ganho com a diferença entre o valor de venda e o contábil é realizado no mesmo exercício em que a propriedade é baixada. Isto porque, como o valor da venda equivale ao valor justo no momento da saída do ativo, mantém-se a consistência da mensuração a custo com o método do valor justo, pois a apuração do ganho pela variação de valor justo considera que as propriedades são baixadas pelo seu valor justo. Por outro lado, o ganho pela variação de valor justo das propriedades para investimento é apurado pela variação dos valores justos do início ao final do exercício, menos a diferença entre as aquisições e as baixas realizadas. Convém lembrar que as propriedades são mensuradas inicialmente ao valor de

custo, que coincide com o valor justo no momento da aquisição, e as propriedades baixadas são mensuradas ao valor justo, ou seja, absorveram os impactos de avaliações anteriores. Então, o valor resultante é apurado como ganho pela variação de valor justo.

Vale ressaltar ainda que, apesar da apuração do ganho pela variação de valor justo das propriedades para investimento considerar as baixas pelo valor justo, para o cálculo do resultado a valor justo nas empresas que utilizam o método de custo é utilizado o valor de custo das baixas. Isto porque, como o lucro foi realizado no mesmo exercício da baixa da propriedade, o efeito da valorização da propriedade baixada já está considerado no resultado apresentado pela empresa.

Outro ponto relevante é que transferências são normalmente realizadas entre a conta de propriedades para investimento e as contas de imobilizado ou de estoques. Como podem trazer ou não impactos nos resultados quando as propriedades para investimentos são avaliadas a valor justo, bem como possuem tratamentos normativos distintos conforme o sentido e a origem ou destino das propriedades, optou-se por tratá-las como aquisições, quando positivas, e baixas, quando negativas, absorvendo as particularidades no modelo. No caso de transferências internas, ou seja, apenas dentro da própria conta de propriedades para investimento, não há implicações para o cálculo, dado que o saldo final de transferências resulta em zero.

Estas simplificações abrem a possibilidade de o resultado calculado a valor justo diferir do que seria em termos exatos, caso o método do valor justo tivesse sido efetivamente aplicado pela empresa, sendo, assim, limitações ao cálculo desenvolvido. Consideram-se, então, os resultados calculados como estimativas aceitáveis dos resultados que seriam obtidos pelas empresas, analisados particularmente na próxima seção deste trabalho. Então, tem-se por fim, que

$$LAIRVJ = LAIRCusto + \Delta PIVJ - \Delta PICusto [1]$$

onde:

$\Delta PIVJ$  representa a diferença entre os valores justos final e inicial das propriedades para investimento;

$\Delta PICusto$  representa a diferença entre os valores final e inicial das propriedades para investimento avaliadas pelo método do custo.

Em etapa posterior, dividem-se os resultados antes dos impostos pelo Ativo Total Médio (tamanho das empresas) para observar os efeitos das mudanças de base de avaliação de forma relativa. Como a própria avaliação a custo ou a valor justo altera o valor das propriedades para investimento que compõem o ativo total, calcula-se o valor do ativo total que seria utilizado como base de comparação, retirando o valor a custo das propriedades e acrescentando o valor justo.

Desta forma, os resultados antes dos impostos calculados para o método do valor justo foram divididos pelo ativo total calculado com as propriedades para investimento a valor justo, e os resultados antes dos impostos apresentados também foram divididos pelo ativo total apresentado pelas empresas. Então, foi possível obter medidas de rentabilidade relativas para comparação do desempenho no uso de um ou de outro método de mensuração das propriedades para investimento.

Com o intuito de confirmar diferenças entre os resultados calculados e os divulgados, bem como diferenças de rentabilidade

decorrentes da escolha entre a política de mensuração a custo ou a valor justo, foi realizado um teste estatístico não paramétrico para amostras emparelhadas (Teste de Wilcoxon), definido por Siegel e Castellan (2006) como aplicável aos casos em que as condições necessárias aos testes paramétricos não fossem atendidas. Assim, as conclusões sobre o impacto nos resultados e rentabilidades passam por uma confirmação estatística.

As limitações do modelo compreendem, principalmente: (i) comparação apenas das propriedades para investimento mensuradas a custo em relação ao valor justo, mas não em sentido oposto; (ii) foram desconsiderados os impactos tributários, fornecendo estimativas para os resultados societários antes dos impostos, e não de resultados líquidos; (iii) assumiu-se como valor de venda o valor justo informado, e não o realizado efetivamente; (iv) as transferências que representam saídas da rubrica foram consideradas baixas, e as entradas como aquisições; (v) considerou-se que o ganho com a diferença entre o valor de venda e o contábil é realizado na baixa, inclusive quando representativa das transferências de saída. Estas limitações decorrem principalmente da falta de maiores detalhes ou mensurações, bem como da diversidade de tratamentos contábeis, e foram articuladas, dentro do possível, na análise dos resultados obtidos.

#### 4. Apresentação e Análise dos Resultados

Para o setor de exploração de imóveis, a amostra foi delimitada às administradoras de empreendimentos comerciais que apresentam saldos em propriedades para investimento, conforme argumentado na introdução e descrito na metodologia. A partir das considerações realizadas, foram analisadas as informações disponíveis nas demonstrações financeiras dos anos de 2010 a 2012, para as empresas que avaliam suas propriedades para investimento pelo método do custo. As empresas que utilizam o método do valor justo são apresentadas para melhor comparação, muito embora não representem o foco dos cálculos neste trabalho.

De início, foram mapeados os valores das Propriedades para Investimentos informadas pelas companhias e o método de avaliação utilizado. Na Tabela 1, são apresentados os dados de 2009 a 2012 das propriedades para investimento mensuradas a custo (Custo) e a valor justo (V.J.), em milhões de reais, informados pelas companhias. O primeiro grupo de empresas avalia suas propriedades para investimento pelo método do custo, e informa o

valor justo em notas explicativas. O segundo grupo avalia pelo valor justo, e não apresenta apuração das propriedades por custo.

Através de uma observação inicial, é possível perceber que os valores justos divulgados pelas empresas do primeiro grupo são maiores que os valores a custo. Isto indica perspectivas positivas das empresas para as propriedades mantidas, seja devido à valorização imobiliária e/ou às expectativas de recebimentos acima do valor investido líquido de depreciações.

Na composição da rubrica Propriedades para Investimento, são incluídos itens como terrenos e obras em andamento, que refletem o interesse das empresas em desenvolver tais propriedades para delas obter rendas. Já quando o interesse é na venda dos imóveis, a classificação mais adequada é em Estoques, como é o caso da Cyrela, que apresenta estes itens em ambas as notas. Explica a empresa, ainda, que realiza transferências de Estoques para Propriedades para Investimento quando a administração decide manter os imóveis para arrendamento. Assim, como reflexo da inclusão de terrenos e imóveis em construção, frequentemente ocorrem transferências internas, ou seja, dentro da própria rubrica de Propriedades para Investimento: de terrenos e obras “em andamento” para imóveis “em operação”, e que resultam em total zero. Outras transferências, como de Estoques ou de Imobilizado, aparecem com menor frequência.

No cálculo desenvolvido para comparação dos resultados apresentados pelas empresas que utilizam o método de custo, as transferências tiveram seu efeito desconsiderado. Assim, para as empresas e anos em que estas não ocorreram ou resultaram em saldo final zero, os resultados calculados refletem com melhor precisão os efeitos da mudança de base de avaliação do que em situações com transferências de ou para outras rubricas. Os casos da Aliansce, que não tem transferência, da General e da Multiplan, que só possuem transferências internas, não impactam em nada os cálculos feitos no presente estudo.

A Iguatemi apresentou uma transferência do Imobilizado de R\$ 4 milhões em 2011, valor não relevante frente aos saldos inicial de R\$ 1.400 milhões e final de R\$ 1.846 milhões deste mesmo ano, com avaliações a custo. Considera-se, portanto, que o efeito desta transferência não traz efeitos substanciais ao cálculo.

Já a Cyrela, em 2012, realizou uma transferência de R\$ 111 milhões, que representa cerca de 20% dos saldos inicial e final das Propriedades para Investimento neste ano. Como foi realiza-

Tabela 1 – Valores das propriedades para investimento

Empresas	2012		2011		2010		2009	
	Custo	V. J.	Custo	V.J.	Custo	V. J.	Custo	V.J.
Aliansce	2.597	6.720	1.368	3.724	1.212	2.958	947	2.241
Cyrela	781	2.307	530	1.899	482	1.705	483	1.633
General	1.278	2.527	915	1.498	700	1.063	692	957
Iguatemi	2.183	6.117	1.846	5.218	1.400	4.181	1.109	3.288
Multiplan	4.031	14.939	2.988	13.044	2.497	12.286	2.007	8.538
São Carlos	1.595	3.662	1.345	2.982	1.160	2.224	751	1.466
Br Malls		16.101		12.583		9.676		6.961
Br Properties		13.840		5.254		4.771		1.814
Sierra Brasil		3.248		2.776		2.181		1.906

Fonte: Elaborado pelos autores

da pelo mesmo método de custo dentro da empresa, não houve impactos no resultado, diferente do que ocorreria na adoção do valor justo. Entretanto, não se tem como imputar tal efeito no cálculo, pois não se sabe, isoladamente, o valor justo do imóvel transferido, uma vez que a informação divulgada é agregada para todas as propriedades da empresa. Conforme observado na Tabela 1, pela comparação dos valores apresentados pelas empresas, infere-se que o valor justo do imóvel transferido seria superior ao seu valor de custo. Então, cabe a alternativa de considerar o resultado calculado a valor justo para o caso da Cyrela em 2012 como subavaliado.

A São Carlos apresenta constantes transferências das Propriedades para Investimento para Imóveis Destinados à Venda. Isto pode provocar um descasamento nos impactos calculados sobre o resultado provocado pelos imóveis transferidos que sejam posteriormente vendidos. Neste caso, a representatividade maior fica por conta do ano de 2012, com peso de 7,3% sobre o saldo médio das Propriedades para Investimento. Os resultados devem ser observados com maior cuidado principalmente para este ano, pois é plausível que o resultado divulgado pela empresa não contemple a realização de lucro pela venda de imóveis transferidos.

Na Tabela 2, a seguir, é revelada uma comparação dos resultados antes da tributação apresentados pelas empresas (LAIR-Custo) e os calculados (LAIRVJ) pela Equação 1 para o primeiro grupo de empresas. Para o segundo grupo, a tabela mostra os resultados antes da tributação reportados diretamente pelas empresas. Pequenas discordâncias entre diferenças percentuais dos resultados expostos na tabela são devido a fatores de arredondamento, pois os cálculos foram realizados em milhares de reais, conforme divulgados pelas empresas, e os valores da tabela encontram-se representados em milhões.

Em uma análise geral, observa-se que os resultados calculados a valor justo aumentaram em relação aos resultados apresentados a custo. A avaliação das propriedades a valor justo reflete efeitos de valorização ou desvalorização imobiliária, ou das expectativas positivas ou negativas das empresas, no exercício em que o valor justo é apurado. Para estes casos observados, é possível inferir que as empresas mostraram valorizações de suas propriedades para investimento.

No caso da General, sugere-se que a utilização do método do valor justo geraria resultados positivos, em detrimento dos nega-

tivos apresentados pela empresa. Uma situação semelhante é comentada por Batista et al. (2013) em relação à Br Properties, que atualmente mensura as propriedades a valor justo, onde os autores observaram que a empresa vinha apresentando resultado negativo nos anos de 2007 e 2008 e com a adoção do valor justo passou a apresentar lucro nos anos de 2009 e 2010.

Um aumento bem significativo aparece na Aliansce em 2012, com maior investimento nas propriedades (vide Tabela 1), explicando o salto no resultado a valor justo e assim o aumento da distância entre os lucros. Outros casos de aumentos substanciais podem ser observados para a São Carlos, entretanto, conforme discutido anteriormente, estes resultados podem carregar uma defasagem na realização de ganhos, devido a transferências realizadas pela empresa.

A Iguatemi apresentou certa estabilidade de aumento dos resultados calculados, e vale observar que apresentou crescimento regular nos investimentos das propriedades, conforme consta na Tabela 1. Caso semelhante é o da Cyrela, mas com menores contribuições aos ganhos calculados pela mudança de base de avaliação.

Entretanto, a Multiplan também apresentou certa regularidade no investimento das propriedades, mas as diferenças entre os resultados calculados não apresentaram o mesmo comportamento dos casos anteriores. Notadamente, uma diferença de dez vezes entre o resultado calculado a valor justo e o apresentado com o método do custo pode ser observada para o ano de 2010. Isto porque, para o ano de 2009, a empresa divulgou o valor justo de suas propriedades para investimento de R\$ 8.538 milhões, aumentando para R\$ 12.286 milhões em 2010, uma contribuição de mais de sete vezes o valor da variação das propriedades avaliadas a custo.

Destaca-se que a premissa do cálculo é que as aquisições são entradas mensuradas a valor justo, ou seja, o aumento do valor das propriedades é relacionado às expectativas de valorização e/ou renda da mensuração realizada pela empresa, e não se relaciona diretamente às aquisições realizadas. Semelhante ao caso da Aliansce para 2012, esta observação da Multiplan em 2010 reflete a sensibilidade dos resultados às variações de valor justo das propriedades para investimento, porém, neste caso, a variação está mais relacionada ao grande incremento do valor justo das propriedades para investimento do que propriamente em novos investimentos feitos durante o ano de 2010.

**Tabela 2** – Resultados antes da tributação apresentados e calculados

Empresas	2012			2011			2010		
	LAIR <sub>Custo</sub>	LAIR <sub>VJ</sub>	Δ%	LAIR <sub>Custo</sub>	LAIR <sub>VJ</sub>	Δ%	LAIR <sub>Custo</sub>	LAIR <sub>VJ</sub>	Δ%
Aliansce	171	1.939	1032,7	134	744	456,2	79	531	571,8
Cyrela	194	350	80,4	145	292	101,2	124	196	58,4
General	-68	599	980,1	-23	197	964,0	-1	97	8070,7
Iguatemi	316	877	177,6	188	780	314,1	173	776	347,5
Multiplan	499	1.351	170,6	426	693	62,6	349	3.607	933,1
São Carlos	281	710	153,1	120	694	479,0	111	459	315,3
Br Malls		2.975			1.140			874	
Br Properties		1.914			509			1.132	
Sierra Brasil		402			474			278	

Fonte: Elaborado pelos autores

Em abordagem quantitativa, foi realizado um teste não paramétrico para amostras emparelhadas para mensurar se, estatisticamente, os lucros a custo são iguais ou diferentes dos lucros calculados para mensuração a valor justo, apresentados na Tabela 2. Pelo teste de Wilcoxon, a diferença entre os lucros se mostrou estatisticamente significativa, com p-valor < 0,000, em que todos os postos mostraram aumento dos resultados calculados pelo modelo em relação aos apresentados pelas empresas.

Desta forma, a primeira hipótese levantada na pesquisa, de resultados maiores na adoção do valor justo em relação à do método do custo, se confirma. Então, é possível afirmar que os resultados estimados pela mensuração das propriedades a valor justo são estatisticamente superiores aos resultados apresentados pelas empresas que adotaram o método do custo, ao nível de 1% de significância.

Esta constatação se alinha à percepção da possibilidade de exercer oportunismo gerencial via escolhas contábeis, conforme as linhas teóricas de Holthausen (1990) e Fields, Lys e Vincent (2001); bem como os resultados empíricos de Dietrich, Harris e Muller (2001) e Muller, Riedl e Sellhorn (2008), em relação ao foco específico deste trabalho. Acrescenta-se ao comentário de Batista et al. (2013) que, não apenas uma das empresas efetivamente passou da situação de apresentar resultados negativos para positivos por adotar o valor justo, mas que as conclusões da pesquisa apontam que aumentos substanciais no resultado reportado seriam percebidos para as empresas do setor que utilizam o método de custo e passassem a adotar o valor justo.

Na análise dos resultados reportados e calculados para as empresas do setor estudado neste trabalho, é possível constatar duas fontes para tais aumentos. O primeiro é o cenário de valorização imobiliária, que fundamentou a hipótese da pesquisa, associado à alta representatividade das propriedades para investimento, que é uma característica do setor. Esta conjunção de fatores naturalmente promove aumentos substanciais decorrentes da avaliação de ativos que se refletem no resultado, podendo ser vistos como externos à empresa e fora da influência direta dos gestores responsáveis, ainda que a estes caiba a possibilidade da escolha pelo método de mensuração.

Entretanto, a outra fonte para o reporte de um lucro substancialmente superior decorre de seu próprio sistema de apuração, sendo interno à empresa. Conforme observado, alterações de

valor muito substanciais na rubrica de propriedades para investimento, provenientes de variações nos níveis investimentos ou nos processos de mensuração, que a aumente (reduza) de forma significativa, trarão maiores (menores) resultados para o período, decorrentes de variações patrimoniais. Este fator está sob influência direta das decisões gerenciais, abrindo maior possibilidade para gerenciamento de resultados e mudanças patrimoniais, conforme argumentado por Dietrich, Harris e Muller (2001). Adicionalmente, Quagli e Avallone (2010) e Batista, Prado e Bonoli (2012) afirmam que os impactos das variações nas propriedades para investimento sobre o resultado tendem a promover um aumento em sua volatilidade.

Devido ao impacto da mensuração a valor justo das propriedades para investimento sobre o resultado e o ativo total, foi explorado o efeito conjunto em uma medida de rentabilidade, conforme a Equação 1 e os ajustes sobre o ativo. Desta forma, ressalvadas as considerações anteriores quanto ao cálculo desenvolvido, resultados obtidos, bem como diferenças de arredondamento, é possível observar a rentabilidade dos resultados antes dos impostos sobre o lucro em relação ao ativo total das empresas na Tabela 3.

Fazendo uma análise geral das rentabilidades calculadas, é possível perceber indícios de medida de desempenho superior quando utilizado o método do valor justo. As maiores variações de desempenho calculadas pela mudança de base de avaliação sugerem que a contribuição para o resultado do período dos ajustes a valor justo seria mais significativa que os aumentos provocados no ativo total das empresas. Uma análise mais detalhada, realizada para o primeiro grupo, traz considerações condizentes com os apontamentos anteriores.

O pior desempenho mostrado pela General, que como já abordado, passaria a apresentar resultados positivos, implicaria em rentabilidades calculadas dentro dos intervalos das outras empresas nos dois últimos anos na mudança de base de mensuração. A Aliansce, que apresenta a segunda pior rentabilidade na utilização do método de custo, passaria a acompanhar o desempenho das demais empresas quando utilizado o resultado do cálculo para a avaliação a valor justo. Também na Iguatemi é observado aumento no desempenho, mas com menores diferenças, em que é interessante destacar que, conforme a Tabela 1, a empresa apresenta em geral os segundos maiores valores para as propriedades para investimento.

**Tabela 3** – Rentabilidades antes da tributação: LAIR sobre o Ativo Total Médio

Empresas	2012			2011			2010		
	Custo	V.J.	Δ%	Custo	V.J.	Δ%	Custo	V.J.	Δ%
Aliansce	0,054	0,303	459,9	0,059	0,172	193,1	0,043	0,158	266,8
Cyrela	0,118	0,114	-4,2	0,109	0,111	1,8	0,124	0,090	-27,7
General	-0,043	0,240	656,6	-0,019	0,116	722,6	-0,001	0,073	6176,7
Iguatemi	0,098	0,127	30,4	0,073	0,138	89,5	0,081	0,168	106,8
Multiplan	0,096	0,086	-10,3	0,098	0,049	-50,5	0,091	0,301	229,5
São Carlos	0,147	0,189	28,4	0,072	0,230	219,8	0,078	0,199	154,8
Br Malls		0,186			0,092			0,092	
Br Properties		0,175			0,088			0,320	
Sierra Brasil		0,110			0,169			0,126	

Fonte: Elaborado pelos autores

Já no caso da Cyrela, a rentabilidade calculada reflete um desempenho que perde destaque, com o menor valor do grupo para 2010, e o segundo mais baixo para 2011 e 2012. De forma semelhante, a Multiplan apresenta quedas de desempenho. Neste caso, o melhor desempenho no resultado de 2010 pode ser fundamentado no aumento relevante do valor justo das propriedades para investimento.

Semelhante à abordagem quantitativa anterior, como resultado da aplicação do teste de Wilcoxon, a hipótese nula de igualdade das amostras também foi rejeitada, com p-valor de 0,003, e diferença de postos com 14 valores positivos e apenas quatro negativos, das rentabilidades calculadas em relação às apresentadas. Desta forma, também é possível afirmar que, estatisticamente, as rentabilidades pela adoção do valor justo para mensuração das propriedades para investimento se mostraram superiores em relação à adoção do método do custo, ao nível de 1% de significância.

A hipótese adicional da pesquisa considerou que mesmo com resultados superiores na utilização do valor justo, um desempenho superior não seria identificado, dada sua relação com o ativo total, que também aumentaria. Esta hipótese não se confirmou, uma vez que a diferença entre as rentabilidades se mostrou estatisticamente significativa, ou seja, as rentabilidades aumentam pela adoção do valor justo, quando comparadas à escolha do custo, ainda que com menor intensidade.

Uma observação interessante decorrente das análises das demonstrações financeiras foi que a distribuição de dividendos não é afetada diretamente pela variação dos valores justos mensurados das propriedades para investimentos. De acordo com a Lei nº 6.404/76, e suas alterações, quando o dividendo obrigatório ultrapassa o lucro realizado, o excesso é usado para constituir reserva de lucros a realizar. Assim, quando a empresa escolhe o método do valor justo em detrimento do custo, os resultados superiores não implicam necessariamente em maior distribuição de dividendos, uma vez que os valores excedentes são retidos e distribuídos quando realizados. Vale citar, contudo, que mesmo quando não foi apurado dividendo obrigatório a ser distribuído, observou-se nas notas explicativas distribuições de dividendos complementares, propostos pela administração.

## 5. Conclusões e Considerações Finais

Este trabalho aborda a questão da escolha contábil para o caso específico da adoção do valor de custo ou do valor justo para avaliação das propriedades para investimento, em aplicação ao CPC 28. É possível observar este caso sob as perspectivas de Holthausen (1990), pois a opção por um método ou outro afeta questões informacionais e contratuais, da mesma forma que é válida a consideração de Fields, Lys e Vincent (2001), que a possibilidade de exercer julgamento vem a melhorar o nível de informação fornecido e abre espaço para a ação oportunista. Neste contexto, esta pesquisa buscou estimar os efeitos sobre o resultado antes dos impostos da mensuração das propriedades para investimento quando utilizado o método de custo ou a avaliação a valor justo, de acordo com o CPC 28 – Propriedade para Investimento, para as empresas de capital aberto do setor de exploração imobiliária de empreendimentos comerciais.

Nos trabalhos anteriores utilizados para fundamentação da pesquisa, sobre a aplicação do CPC 28 para o caso brasileiro, foram investigados possíveis fatores determinantes das escolhas por um ou outro método de mensuração das propriedades para investimento, como em Batista, Prado e Bonoli (2012), Martins,

Pinto e Alcofaredo (2012), e Andrade, Silva e Malaquias (2013); e ponderados aspectos normativos do pronunciamento, como em Freri e Salotti (2013) e Batista et al. (2013). Este estudo intenciona contribuir para a literatura sobre o tema no sentido de buscar trazer maior esclarecimento quanto aos efeitos da flexibilidade normativa do CPC 28 sobre o resultado.

Para isso, foi desenvolvido um modelo de cálculo que permitiu estimar os resultados que seriam decorrentes da mensuração das propriedades para investimento a valor justo a partir do resultado apresentado pelas empresas que utilizaram o método do custo. Este modelo, entretanto, não serve para estimar os resultados em sentido reverso, ou seja, para as empresas que mensuram as propriedades para investimento a valor justo como se o fizessem pelo método do custo. Além disso, dadas as implicações tributárias sobre o lucro, os resultados foram trabalhados com seus valores antes da incidência de impostos, como forma de reduzir a subjetividade das observações. Como premissas utilizadas, tanto as baixas quanto transferências de ativos das propriedades para investimento para outras contas foram consideradas os momentos da saída dos ativos da empresa e da realização dos resultados; assim como considerou-se que o valor da venda do ativo equivale ao seu valor justo final.

Na comparação dos resultados apresentados pelas empresas que mensuram suas propriedades pelo valor justo com os calculados para a mensuração a valor justo, observou-se um aumento significativo dos resultados. Isto se alinha à possibilidade de ação oportunista dos gestores em apresentar um desempenho superior e uma posição financeira mais robusta através da escolha pelo valor justo, conforme investigado por Dietrich, Harris e Muller (2001) e por Muller, Riedl e Sellhorn (2008), sem a exclusão de maior nível informacional reportado, como tratado em Quagli e Avalone (2010).

No levantamento de um indicador de desempenho relativo como a rentabilidade, que mede os resultados apresentados em relação ao investimento total realizado, observou-se um menor impacto no aumento do desempenho, mas ainda com significância estatística. Isso leva, portanto, à conclusão de que, mesmo com menor impacto, a escolha da política contábil pela mensuração a valor justo das propriedades para investimento, também levou a um desempenho de rentabilidade superior, quando considerado em relação ao ativo total.

Conforme se pode observar, a adoção do método do custo ou do valor justo para mensuração das propriedades para investimento em aplicação ao CPC 28 se relaciona diretamente aos aspectos teóricos de escolha contábil, tanto por perspectivas contratuais como informacionais. Embora a distribuição de dividendos não seja obrigatoriamente impactada, o lucro se mostrou diferente dependendo da escolha, levando a diferenças na informação reportada, tanto em termos de desempenho absoluto, ou mesmo quando relacionado ao tamanho da empresa, refletindo um desempenho relativo.

Para continuidade desta pesquisa, sugere-se que sejam observados aspectos tributários da neutralidade fiscal, como forma de comparação de resultados líquidos calculados e apresentados, medindo impactos sobre a rentabilidade sobre o ativo. Podem ser analisadas, também, empresas de outros setores, em estudo mais geral, e possivelmente quantitativo. Por fim, cabe estudar os efeitos da mais valia nas aquisições, além da volatilidade dos lucros com o uso de diferentes métodos de mensuração, não abordados nesta pesquisa.

## Referências

- ANDRADE, M. E. M. C.; SILVA, D. M.; MALAQUIAS, R. F. Escolhas contábeis em propriedades para investimento. *Revista Universo Contábil*, v. 9, n. 3, p. 22-37, jul./set. 2013.
- BATISTA, F. F.; PRADO, A. G. S.; BONOLI, E. L. Avaliação das propriedades para investimento: uma análise dos fatores que influenciam na decisão entre o valor justo e o modelo de custo. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 12., 2012, São Paulo. Anais... São Paulo: FEA/USP, 2012.
- BATISTA, F. F.; PRADO, A. G. S.; MACHADO, M. R.; PAULO, E. Uma análise da mensuração e evidenciação de propriedades para investimento nas companhias brasileiras no setor de exploração de imóveis. *Revista Ambiente Contábil*, Natal, v. 5, n. 1, p. 281-299, jan./jun. 2013.
- BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, DF. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm)>. Acesso em: 03 jun. 2014.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). Pronunciamento Técnico CPC 27 – Ativo Imobilizado. Brasília, 2009. Disponível em: <[http://www.cpc.org.br/pdf/CPC%2027\\_final\\_220709.doc](http://www.cpc.org.br/pdf/CPC%2027_final_220709.doc)>. Acesso em: 7 dez. 2013.
- Pronunciamento Técnico CPC 28 – Propriedade para Investimento. Brasília, 2009a. Disponível em: <[http://www.cpc.org.br/pdf/CPC%2028\\_final\\_220709.doc](http://www.cpc.org.br/pdf/CPC%2028_final_220709.doc)>. Acesso em: 3 dez. 2013.
- DIETRICH, J. R.; HARRIS, M. S.; MULLER, K. A. The reliability of investment property fair value estimates. *Journal of Accounting and Economics*, v. 30, n. 2, p. 125-158, 2001.
- FIELDS, T. D.; LYS, T. Z.; VINCENT L. Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting & Economics*, v. 31, p. 255-307, 2001.
- FRERI, M. R.; SALOTI, B. M. Comparabilidade de empresas administradoras de shopping centers no mercado de capitais brasileiro. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ* (online), Rio de Janeiro, v. 18, n. 1, p. 26-45, jan./abr. 2013.
- HOLTHAUSEN, R. W. Accounting method choice: opportunistic behavior, efficient contracting, and information perspectives. *Journal of Accounting and Economics*, v. 12, p. 207-218, 1990.
- IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E.; GELBCKE, E. R.; SANTOS, A. Manual de Contabilidade Societária. 1 ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- MARTINS, V. A.; PINTO, M.; ALCOFARADO, E. Escolhas contábeis na mensuração de propriedades para investimento das empresas brasileiras de capital aberto. In: Congresso Nacional de Administração e Ciências Contábeis – AdCont, 3., 2012, Rio de Janeiro. Anais... Rio de Janeiro: PPGCC, 2012.
- MULLER, K. A. III; RIEDL, E. J.; SELLHORN, T. Causes and consequences of choosing historical cost versus fair value. Pennsylvania State University, Harvard Business School, Ruhr-Universität Bochum, 2008. University of Notre Dame. Disponível em: <<http://www3.nd.edu/~carecob/May2008Conference/Papers/RiedlMRS03062008.pdf>>. Acesso em: 13 out. 2013.
- QUAGLI, A.; AVALLONE, F. Fair value or cost model? Drivers of choice for IAS 40 in the real estate industry. *European Accounting Review*, v. 19, n. 3, p. 461-493, 2010.
- RAUPP, F. M.; BEUREN, I. M. Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais. In: BEUREN, Ilse Maria. (org.) Como elaborar trabalhos monográficos em Contabilidade: teoria e prática. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2010. pp. 76-97.
- RODRIGUES, A. M. G. Revisitando algumas das atuais perplexidades do conceito normativo de propriedades de investimento – o caso português. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ* (online), Rio de Janeiro, v. 18, n. 1, p. 5-25, jan./abr. 2013.
- SIEGEL, S.; CASTELLAN Jr., N. J. Estatística Não-paramétrica para Ciências do Comportamento. Porto Alegre: Artmed/Bookman, 2006.
- VERGARA, S. C. Projetos e relatórios de pesquisa em administração. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2010.