

Valor Justo (Fair Value): Um estudo Comparativo Entre o Valor de Mercado e o Valor Patrimonial de Empresas de Setores Regulamentados e não Regulamentados que Negociam Suas Ações na Bovespa

Júlio César Silveira (UFMG) - juliocsilveira@yahoo.com.br

Jacqueline Veneroso Alves da Cunha (UFMG) - jvac@face.ufmg.br

Poueri do Carmo Mário (UFMG) - poueri@face.ufmg.br

Resumo:

Este estudo teve como objetivo verificar se existe diferença entre o poder explicativo do Valor Patrimonial das empresas do setor regulamentado em relação ao seu Valor de Mercado (Valor Justo), e esse poder explicativo em um setor não regulamentado. A pesquisa foi elaborada por meio de testes empíricos utilizando dados extraídos das demonstrações financeiras das empresas analisadas. Foram analisadas empresas de dois setores da economia brasileira que negociam suas ações na BOVESPA: as empresas do setor de energia elétrica, que possui regulação formal por meio da ANEEL e as empresas de construção civil, cujo setor não possui órgão regulamentador. A pesquisa demonstrou que não existe relação direta entre o Valor de Mercado (Valor Justo) e o Valor Patrimonial das entidades que possuem regulamentação formal, indicando que a sensibilidade do mercado quanto às informações contidas nas demonstrações financeiras destas empresas é baixa. Já os testes realizados nas companhias do setor não regulamentado demonstraram que existe uma maior sensibilidade do mercado em relação às informações contábeis, o que resultou em uma maior correlação entre o Valor de Mercado (Valor Justo) e o Valor Patrimonial destas empresas.

Palavras-chave: Valor Justo. Valor de Mercado. Valor Patrimonial. Regulação Contábil

Área temática: Controladoria

Valor Justo (*Fair Value*): Um estudo Comparativo Entre o Valor de Mercado e o Valor Patrimonial de Empresas de Setores Regulamentados e não Regulamentados que Negociam Suas Ações na Bovespa.

Resumo

Este estudo teve como objetivo verificar se existe diferença entre o poder explicativo do Valor Patrimonial das empresas do setor regulamentado em relação ao seu Valor de Mercado (Valor Justo), e esse poder explicativo em um setor não regulamentado. A pesquisa foi elaborada por meio de testes empíricos utilizando dados extraídos das demonstrações financeiras das empresas analisadas. Foram analisadas empresas de dois setores da economia brasileira que negociam suas ações na BOVESPA: as empresas do setor de energia elétrica, que possui regulação formal por meio da ANEEL e as empresas de construção civil, cujo setor não possui órgão regulamentador. A pesquisa demonstrou que não existe relação direta entre o Valor de Mercado (Valor Justo) e o Valor Patrimonial das entidades que possuem regulamentação formal, indicando que a sensibilidade do mercado quanto às informações contidas nas demonstrações financeiras destas empresas é baixa. Já os testes realizados nas companhias do setor não regulamentado demonstraram que existe uma maior sensibilidade do mercado em relação às informações contábeis, o que resultou em uma maior correlação entre o Valor de Mercado (Valor Justo) e o Valor Patrimonial destas empresas.

Palavra chave: Valor Justo. Valor de Mercado. Valor Patrimonial. Regulação Contábil.

Área temática: Controladoria

1 INTRODUÇÃO

A globalização mundial dos mercados de capitais proporcionada, principalmente, pela captação de recursos internacionais, bem como pela redução das barreiras comerciais de vários países vem trazendo alterações significativas quanto a divulgações das informações contábeis. Neste sentido, as informações produzidas pela contabilidade mostraram-se peças importantes para as decisões de administradores e investidores quanto aos seus futuros investimentos.

Neste cenário, surgiu a necessidade da harmonização dos padrões contábeis, propiciando uma melhor qualidade das informações apresentadas no *financial reporting*. Conforme Niyama (2005), a harmonização contábil é um processo que tem como principal objetivo proteger as características intrínsecas de cada país, como também proporcionar que suas normas contábeis sejam reconciliadas com a de outros países, potencializando assim a troca de informações entre os usuários das demonstrações financeiras.

Buscando a harmonização contábil, países da Europa resolveram adotar, a partir de 2005, as normas internacionais de Contabilidade, denominadas *Internacional Financial Reporting Standards* (IFRS). Estas normas correspondem a um conjunto de pronunciamentos contábeis que são publicados e periodicamente revisados pelo *International Accounting Standard Board* (IASB).

O Brasil, objetivando a convergência de suas normas aos *IFRS*, criou por meio da Resolução nº 1.055/05 do Conselho Federal de Contabilidade (CFC), o Comitê de

Pronunciamentos Contábeis (CPC). Em 2007, o CFC criou o Comitê Gestor da Convergência (CGC) no Brasil, por meio da Resolução nº 1.103. A função do CGC era a de identificar e monitorar as normas a serem fixadas, viabilizando assim a convergência das normas contábeis brasileiras aos *IFRS*.

Em 2007, ano marcante para a contabilidade nacional, o Brasil iniciou seu processo de convergência aos padrões internacionais de contabilidade, por meio da aprovação da Lei 11.638, que alterou e revogou artigos da Lei das Sociedades Anônimas. As empresas brasileiras passaram, a partir de 2008, a divulgar suas demonstrações financeiras observando os novos padrões e determinações da Lei. Uma das alterações trazidas pela nova Lei foi a contabilização de ativos e passivos pelo seu respectivo Valor Justo (*Fair Value*).

Para Iudícibus e Martins (2007) o *enforcement* de ativos e passivos a Valor Justo sobrepõe as formas tradicionais de avaliação daqueles itens, trazendo uma nova forma de registros que não as já conhecidas, objetivando chegar à outra margem do rio.

O IASB (2008) define o Valor Justo como sendo o montante pelo qual um determinado item do ativo ou passivo pode ser transacionado entre participantes dispostos e conhecedores do assunto numa transação sem favorecimento.

Na mesma direção, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis, por meio do CPC – 27 (2009) estabelece o Valor Justo como sendo o valor pelo qual um ativo pode ser devidamente negociado entre partes interessadas, bem como conhecedoras do negócio que está sendo realizado, e devidamente independentes entre si, observando que não há fatores que pressionem para a liquidação da transação, ou mesmo que a transação não seja compulsória.

Portanto, a contabilização de ativos e passivos a custo histórico, que Hendriksen e Van Breda (1999) dizem ser o preço pago por um ativo, registrando ainda todos os pagamentos necessários para a colocação deste item em local e condições que permitam as que as empresas realizem suas atividades fins, vem sendo substituída pelo registro a Valor Justo (*Fair Value*).

Se a relação Valor de Mercado (Valor Justo) sobre Valor de Patrimônio Líquido for superior a uma unidade, indica que o mercado atribui à entidade um valor superior ao que efetivamente foi contabilizado pela organização. Mas quando a relação Valor de Mercado (Valor Justo) sobre Valor de Patrimônio Líquido for inferior a uma unidade, indicará que a empresa registra seu valor próximo ao seu custo histórico, demonstrando uma posição mais conservadora das empresas. Destaca-se ainda que se a relação Valor de Mercado (Valor Justo) sobre Valor de Patrimônio Líquido for igual a uma unidade, tem-se então que o valor de mercado, considerado neste trabalho como Valor Justo, vem sendo devidamente registrado pela entidade, em suas demonstrações financeiras, atendendo assim às normas internacionais.

Neste contexto, esta pesquisa permitirá responder à seguinte questão: **Existe diferença entre o poder explicativo do Valor Patrimonial das empresas de um setor regulamentado sobre o seu Valor de Mercado (Valor Justo), e esse poder explicativo em um setor não regulamentado?**

Assim, este estudo tem como objetivo verificar empiricamente se existe diferença entre o poder explicativo do Valor Patrimonial das empresas de um setor regulamentado sobre o seu Valor de Mercado (Valor Justo), e esse poder explicativo em um setor não regulamentado.

Este artigo encontra-se dividido em mais quatro seções, além dessa introdução. A primeira seção apresenta o referencial teórico que sustenta o assunto pesquisado, abordando a evolução recente da contabilidade brasileira, a relação entre o Valor de Mercado (Valor Justo) e o Valor Patrimonial das empresas, a regulamentação do setor elétrico brasileiro e as leis e normas do setor da construção. A seção seguinte consiste na metodologia utilizada na pesquisa seguida da

descrição e análise dos resultados obtidos no estudo. Por último apresentam-se as considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Evolução recente da Contabilidade brasileira: introdução do valor justo

Uma dos grandes impulsionadores da contabilidade brasileira aconteceu em 1976 com a criação da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, em 1976, conforme destaca Niyama (2008). Até aquele momento, a contabilidade brasileira encontrava-se em um estágio inicial, sendo muito rudimentar e voltada ao registro de operações comerciais. O autor ressalta ainda que a CVM teve seus pilares amparados no modelo americano, da *Securities and Exchange Commission* – SEC. Neste mesmo ano, foi promulgada a Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas), trazendo inovações quanto a registros que auxiliavam a contabilidade no sentido de cumprir exigências fiscais, bem como o atendimento dos Princípios Contábeis predominantes no Brasil, permanecendo assim por vários anos.

Uma das mais significativas alterações promovidas na Lei das Sociedades Anônimas foi registrada no ano de 2007, com a promulgação da Lei 11.638. As alterações introduzidas por esta Lei objetivaram, principalmente, a convergência da contabilidade nacional aos padrões internacionais.

No caminho da convergência aos padrões internacionais de contabilidade, a alteração na legislação introduziu como novidade, o conceito de contabilização de ativos e passivos, denominado Valor Justo, substituindo o já empregado custo histórico. Esta substituição de métodos de registros contábeis trouxe uma nova forma de agir e pensar aos contadores e auditores nacionais, pois a determinação do Valor Justo de um item, por ser um conceito e não uma metodologia forçou os contadores e auditores a buscarem outras maneiras que não a nota fiscal para efetuar o registro contábil (DELOITTE, 2006).

2.2 Relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial

As informações contábeis foram classificadas nos estudos de Ball e Brown (1968), Fama (1970) e Brown e Warner (1985) como elementos que explicam e oferecem predições para determinados fenômenos econômicos. Por meio destes estudos, passou-se a testar empiricamente as informações oriundas das demonstrações financeiras, sendo estas questionadas sob a ótica do poder de suas informações.

Ball e Brown (1968), considerados os pioneiros nas pesquisas que buscaram inferir relações entre as informações obtidas nas demonstrações financeiras com as do mercado de capitais, buscaram detectar em seus trabalhos, a existência de relações entre os lucros (prejuízos) anormais divulgados nas demonstrações financeiras das entidades estudadas, com a variação nos preços das ações daquelas entidades. Os autores buscaram com o estudo, capturar as variações nos preços das ações das empresas estudadas, objetivando encontrar relação entre as demonstrações financeiras e anúncio de um fato relevante sobre a empresa pesquisada. A conclusão da pesquisa demonstrou que existia uma relação direta, porém não perfeita, entre o lucro apresentado por uma empresa e o preço das ações daquelas empresas negociadas no mercado de capitais.

Destaca-se que as demonstrações financeiras, por meio dos resultados apresentados periodicamente, são capazes de transmitir informações valiosas aos investidores, afetando, conseqüentemente, nos preços das ações das empresas, impactando diretamente no valor da entidade no mercado. Neste sentido, Fama (1970) expõe que as informações relevantes sobre entidades que negociam suas ações no mercado, são rapidamente captadas pelos tomadores de decisão, destacando a relevância das demonstrações financeiras de uma organização e sua importância quanto aos impactos causados nos preços das ações das empresas.

Para Vickrey (1985) *apud* Hendriksen e Van Breda (1999, p. 95) uma informação contábil só se tornará útil ao seu usuário se apresentar em sua propriedade características qualitativas. No mesmo sentido, Epstein *et al.* (2006) enfatizam que as características qualitativas são atributos da informação, tornando-a útil na tomada de decisão.

Watts e Zimmerman (1986) alertam que em um mercado eficiente, a ausência de uniformidade nos procedimentos contábeis permite aos administradores enganar ou confundir o mercado de capitais, o que, conseqüentemente, faz com que o lucro contábil perca o seu sentido. No entanto, a Hipótese de Mercado eficiente (HME) denota que não exista apenas uma única fonte de informações para o mercado de capitais. Portanto, segundo os autores, este não é somente afetado pelos lucros contábeis.

Beaver (1991) *apud* Hendriksen e Van Breda (1999, p.117) apresenta que o mercado é eficiente “em relação a um sistema de informações se e somente se os preços se comportarem como se todos observassem os sinais produzidos por este sistema de informações”.

Damodaram (1994) *apud* Zatta e Nossa (2003) destaca que a relação existente entre o valor de mercado (VM), que corresponde ao preço das ações de uma entidade e o seu valor contábil (PL), é fundamental para a tomada de decisão dos investidores.

Destaca-se que Ohlson (1995) desenvolveu um modelo objetivando estabelecer uma ligação entre o valor contábil de uma entidade e seu efetivo valor de mercado, sendo a avaliação da empresa baseada nos lucros denominados residuais (*residual income value* ou *RIV*).

Para Hendriksen e Van Breda (1999, p.120) o teste da HME envolve o surgimento de uma economia paralela à real, porém idêntica a ela, exceto pelo fato de que na economia paralela todos possuem acesso às informações geradas pelas empresas em um mercado aberto.

Neste sentido, os lucros contábeis de uma organização passaram a ter papel de destaque na predição para determinar seus fluxos de caixa futuros. Kothari (2001) *apud* Zatta e Nossa (2003) destaca que devido aos interesses de vários usuários das demonstrações financeiras, como investidores, acionistas e credores, no sentido de mensurar o valor de uma empresa, através da geração de seus respectivos lucros, tornaram-se prudentes os estudos realizados nesta área.

Camargos e Barbosa (2003) inferem que as pesquisas que objetivam verificar a eficiência informacional buscam evidenciar a agilidade com que as informações chegam ao mercado.

Bezerra e Lopes (2004, p. 134) defendem que com o desenvolvimento de conceitos importantes como o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), que corresponde à precificação de ativos, bem como a *Efficient Markets Hypothesis* ou Hipótese dos Mercados Eficientes (HME), a contabilidade passou a ter um novo momento referente às pesquisas empíricas. Os autores afirmam que a importância destes conceitos está na habilidade de evidenciar que a informação contábil pode ser empregada como uma ferramenta importante na predição do valor futuro das empresas. Destacam, ainda, estes autores destacam que as várias fontes de informações que são fornecidas ao mercado antecipam o que será demonstrado pelos números contábeis, sendo que, desta forma, as expectativas quanto ao fluxo de caixa futuro e quanto ao próprio valor da empresa, começam a ser construídos antes mesmo da divulgação das demonstrações financeiras. Colocam ainda que existe a necessidade de segregar o poder que uma informação contábil tem sobre o preço das ações, das demais informações à disposição dos que tomam decisão.

2.3 Regulamentação das empresas de energia elétrica

O setor de energia elétrica brasileiro é regulamentado pela Agência Nacional de Energia Elétrica - ANEEL. O processo de criação deste órgão regulamentador levou cerca de 70 anos, sendo que durante esse período foram criadas leis, decretos, portarias, resoluções, bem como vários Ministérios, como o Minas e Energia e o extinto Departamento Nacional de Águas e Energia Elétrica (DNAEE).

Por meio do Decreto 28.545, de 24 de agosto de 1950, foi apresentada a primeira versão do Plano de Contas Contábeis deste setor, denominada Classificação de Contas para Empresas de Energia Elétrica, que vigorou até 31 de dezembro de 1978 (ANEEL, 2007).

Com o advento da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades por Ações), por determinação do Departamento Nacional de Águas e Energia Elétrica – DNAEE, houve a primeira reformulação do conjunto de normas contidas no documento acima mencionado resultando em significativas alterações dos procedimentos contábeis adotados pelas empresas do setor de energia elétrica. Esses trabalhos foram desenvolvidos por profissionais do setor elétrico, resultando em um novo Plano de Contas do Serviço Público de Energia Elétrica, instituído pelo Decreto 82.962, de 29 de dezembro de 1978, para vigência a partir de 1º de janeiro de 1979. Esse Plano de Contas representou um marco importantíssimo para o setor elétrico, uma vez que consolidou procedimentos contábeis já consagrados e introduziu novos conceitos com base na legislação vigente à época. Ademais, foi elaborado de forma didática, facilitando sua implementação por parte das empresas do setor de energia elétrica (ANEEL, 2007).

Em 1996 foi criada a Agência Nacional de Energia Elétrica – ANEEL, por meio da Lei 9.427. Um dos seus principais projetos era o de simplificar o Plano de Contas do setor, estabelecido pela resolução nº 1, de 24 de dezembro de 1997, do próprio órgão. O objetivo inicial era de segmentar o setor de acordo com a atividade de cada concessionária, como: produção, transmissão e distribuição de energia elétrica. Esta segmentação do plano de contas proporcionou mais transparência na divulgação das demonstrações financeiras das entidades envolvidas nesta atividade, trazendo ainda àquele órgão regulador maior poder sobre a fiscalização destas concessões (ANEEL, 2007).

O Manual de Contas do setor elétrico brasileiro, apesar de apresentar normas e procedimentos que fundamentem os registros contábeis das operações efetuadas pelas concessionárias autorizadas a operarem neste setor, não substitui as práticas contábeis adotadas no Brasil.

No cenário brasileiro atual, a ANEEL, através do Diário Oficial da União (DOU), emite e publica resoluções pertinentes às atividades do setor de energia elétrica. São fixados por esta agência reguladora os padrões de funcionamento das empresas deste setor, como também as regras de fiscalização.

Assim, verifica-se que as concessionárias do setor de energia elétrica brasileiro seguem rígida regulamentação imposta pela ANEEL, por meio do Manual de Contabilidade do Serviço Público de Energia Elétrica, bem como leis, normas e pronunciamentos de órgão brasileiros.

2.4 Setor de construção civil

O setor de construção civil brasileiro não possui agência reguladora para fiscalizar seu funcionamento. A regulamentação técnica da engenharia é feita pela Associação Brasileira de Normas Técnicas (ABNT). As fiscalizações dos exercícios dos profissionais de engenharia inseridos nesta atividade são realizadas pelos Conselhos Regionais de Engenharia (CREA), imputando responsabilidade civil àqueles agentes.

Destaca-se que este setor da economia brasileira, possuidor de ações negociadas na BOVESPA, quando pertinente,:(i) A Lei 6.404/76 e suas alterações trazidas pelas Leis 11.638/07 e 11.941/09; (ii) Normas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM); (iii) Pronunciamentos emitidos pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC); (iv) Pronunciamentos do Instituto dos Auditores Independentes do Brasil (IBRACON) compreendendo procedimentos necessários e obrigatórios na elaboração e divulgação das demonstrações financeiras das sociedades de capital aberto.

Este segmento de mercado tem ligação diretamente proporcional ao crescimento do mercado interno, pois necessita de que sejam disponibilizados investimentos, tanto públicos quanto privados, destinados as áreas como as de estradas, energia, habitação etc.

Historicamente, a construção civil brasileira apresentou grande crescimento entre os anos de 1950 a 1980. Posteriormente a este período, devido a problemas na economia interna, bem como um alto nível de inflação, onde as empresas preferiam manter seus recursos aplicados no mercado financeiro, este setor não apresentou períodos de crescimento.(MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO, INDÚSTRIA E COMÉRCIO EXTERIOR, 2009).

Somente após uma década da estabilização da moeda nacional, trazida pelo Plano Real, em meados dos anos 1990, a construção civil começou a apresentar uma recuperação mais sólida frente aos anos anteriores. Este setor tem grande influência na criação de um grande número de vagas no mercado de trabalho, salientando ainda que suas ações provocam impactos positivos no PIB brasileiro. (MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO, INDÚSTRIA E COMÉRCIO EXTERIOR, 2009).

2.5 Pesquisas sobre o tema abordado neste estudo

Dentre os trabalhos que despertaram interesse e estão relacionados a esta pesquisa pode-se destacar alguns estudos.

Neto, Lopes e Loss (2002), que buscara analisar o impacto da regulamentação sobre a relação lucro contábil aos retornos das ações das empresas dos setores elétrico e financeiro no Brasil. Os autores concluíram que não há evidências consistentes que correlacionassem os setores regulamentados estudados e a influência destes sobre a contabilidade brasileira.

Zatta e Nossa (2003) realizaram uma pesquisa que procurou correlacionar os valores de mercados de empresas dos setores siderúrgico e financeiro com os respectivos valores patrimoniais registrados nas demonstrações financeiras das empresas desses segmentos, verificando ainda se a regulamentação apresentava influência sobre a correlação positiva estudada. Os resultados da pesquisa destes autores mostraram que não havia fortes evidências que levassem a inferir que existe relação entre o valor de mercado e os valores registrados nas demonstrações financeiras das empresas dos setores estudados.

3 METODOLOGIA DE PESQUISA

3.1 Caracterização da pesquisa

Este estudo utiliza uma abordagem positiva da contabilidade à medida que procura explicar as relações entre o valor de mercado, aqui tratado como valor justo, e o valor contábil das empresas analisadas. Conforme Gil (2002) a pesquisa explicativa tem como objetivo identificar os fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência dos fenômenos. O autor ainda ressalta que esse tipo de estudo apresenta um aprofundamento do conhecimento da realidade.

De acordo com a abordagem dos dados levantados e os respectivos tratamentos estatísticos, este estudo possui avaliação quantitativa, que segundo Martins e Theóphilo (2007) procura “organizar, sumarizar, caracterizar e interpretar os dados numéricos coletados”. Collado *et al.* (2006) ressaltam ainda que, em um estudo quantitativo, é selecionada uma idéia, transformando-a em uma ou várias questões relevantes de pesquisa, e em seguida, as hipóteses e variáveis derivadas dessas questões são testadas.

3.2 Hipótese da pesquisa

Para verificar e testar a questão de pesquisa estabelecida neste estudo uma hipótese foi estabelecida:

(H_0): O poder explicativo do valor patrimonial sobre o valor de mercado (valor justo) das empresas de setor regulado é menor do que o setor não regulado.

3.3 Seleção da amostra e coleta de dados

O estudo empírico foi realizado tomando como referência os dados de todas as empresas dos setores de energia elétrica e da construção civil que negociaram suas ações na BOVESPA, no ano de 2007. Foram consideradas como base desta pesquisa as informações trimestrais (ITRs).

Os dados referentes às empresas selecionadas para os testes foram obtidos por meio das informações disponibilizadas na BOVESPA bem como no banco de dados da Economática[®]. As regressões e os testes estatísticos foram realizados por meio do software Eviews[®]. Foram consideradas tanto as ações ordinárias as preferenciais.

Buscou-se analisar as empresas inseridas nos níveis 1 e 2 (N1 e N2) de governança corporativa, bem como aquelas que compõem o novo mercado (NM), de acordo com classificação da BOVESPA. Neste sentido, de um total de 88 empresas que compõem os setores estudados, e obedecendo ao critério de seleção, ficaram assim definidas as amostras por setor:

(a) Energia Elétrica: das 64 empresas registradas na bolsa, 14 companhias, descritas no Quadro 1, participam dos níveis de governança:

Energia Elétrica	Nível de Governança
Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A. – CELESC	N2
Cia Energética de Minas Gerais – CEMIG	N1
Cia Energética de São Paulo – CESP	N1
Cia Paranaense de Energia – COPEL	N1
CPFL Energia S.A. - CPFL ENERGIA	NM
Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – ELETROBRAS	N1
Eletropaulo Metrop. Elet. São Paulo – ELETROPAULO	N2
EDP – Energias do Brasil S.A. – ENERGIAS BR	NM
Equatorial Energia S.A. – EQUATORIAL	NM
LIGHT S. A. – LIGHT S/A	NM
MPX Energia S.A. – MPX ENERGIA	NM
Terna Participações S.A. – TERNA PART	N2
TRACTEBEL Energia S.A. – TRACTEBEL	NM
CTEEP Cia Transmissão Energia Elétrica – TRAN PAULIST	N1

Quadro 1: Amostra da Pesquisa – Setor regulamentado

Fonte: BOVESPA

(b) Construção Civil: das 24 empresas registradas na bolsa, 19 companhias, relacionadas no Quadro 2 participam dos níveis de governança:

Construção Civil	Nível de Governança
Abyara Planejamento Imobiliário S.A. – ABYARA	NM
AGRA Empreendimentos Imobiliários S.A. – AGRA INCORP	NM
BROOKFIELD Incorporações S.A. – BROOKFIELD	NM
Camargo Correa Desenv. Imobiliário S.A. – CC DES IMOB	NM
CR2 Empreendimentos Imobiliários S.A. – CR2	NM
Cyrela Brazil Reality S.A. Empr. e Participações – CYRELA REALT	NM

EVEN Construtora e Incorporadora S.A. – EVEN	NM
EZ TEC Empreendimentos e Participações S.A. – EZTEC	NM
GAFISA S.A. – GAFISA	NM
HELBOR Empreendimento S.A. – HELBOR	NM
INPAR S.A. – INPAR S/A	NM
JHSF Participações S.A. – JHSF PART	NM
KLABIN SEGALL S.A. – KLABINSEGALL	NM
MRV Engenharia e Participações S.A. – MRV	NM
PDG REALT S.A. Empreend. e Participações – PDG REALT	NM
RODOBENS Negócios Imobiliários S.A. – RODOBENSIMOB	NM
ROSSI Residencial S.A. – ROSSI RESID	NM
TECNISA S.A. – TECNISA	NM
Construtora Tenda S.A. – TENDA	NM

Quadro 2: Amostra da Pesquisa – Setor não regulamentado
Fonte: BOVESPA

3.4 Modelo de regressão utilizado

O modelo de regressão que tem como objetivo analisar se existe uma relação entre as variáveis Valor de Mercado (VM) e Valor Patrimonial (PL) das empresas analisadas está representado pela seguinte equação:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + e$$

Onde: Y_i é o valor de mercado i

X_i é o valor do patrimônio e

e é o valor do erro padrão.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

A seguir apresentam-se os comentários referentes aos resultados detectados nos testes empíricos, ressaltando que tais resultados são apresentados por setor.

4.1 Setor de Energia Elétrica

Destacam-se na Tabela 1 os resultados obtidos nos testes na regressão estatística correspondentes às variáveis Valor de Mercado e Valor de Patrimônio Líquido das empresas deste setor, por trimestre:

Ano: 2007				
Trimestre	B	p -value	R^2 Ajustado	Coefficiente de Correlação
1º	0,0589	0,8979	-0,0818	0,0067
2º	0,4019	0,1062	0,1363	0,0186
3º	0,6024	0,2409	0,0386	0,0015
4º	0,5231	0,1097	0,1324	0,0175

Fonte: Dados da pesquisa

Por meio dos resultados demonstrados na Tabela 1, destaca-se que o setor de energia elétrica apresentou baixos coeficientes de determinação (R^2 Ajustado) e de correlação. Desse modo, infere-se que o poder de explicação entre as variáveis utilizadas no modelo, “Valor de Mercado” e “Valor de Patrimônio” é relativamente pequeno, ou seja, o resultado no estudo das empresas deste setor indica que o “Valor Patrimonial”, considerado na regressão utilizada como variável explicativa, não foi suficiente para explicar o modelo.

No segundo e quarto trimestres foram encontrados os maiores coeficientes de determinação e de correlação, o que indica que nesses trimestres houve um maior poder de explicação do valor patrimonial das empresas do setor sobre o seu valor de mercado. Salienta-se que os coeficientes angulares de todos os trimestres analisados foram estatisticamente não significativos (ao nível de 10%).

4.2 Setor de construção civil

Apresentam-se na Tabela 2 os resultados obtidos na regressão estatística correspondentes às variáveis Valor de Mercado e Valor de Patrimônio Líquido das empresas deste setor:

Tabela 1 – Teste de regressão entre o Valor de Mercado e Valor Patrimonial

Ano: 2007				
Trimestre	<i>B</i>	<i>p-value</i>	R^2 Ajustado	Coeficiente de Correlação
1°	0,8718	0,0000	0,6573	0,4320
2°	0,8918	0,0000	0,8268	0,6836
3°	1,0047	0,0000	0,8522	0,7263
4°	0,8975	0,0022	0,3991	0,1593

Fonte: Dados da pesquisa

Destaca-se que os resultados apresentados na Tabela 2 demonstraram tendência de correlação entre o valor de mercado e o valor de patrimônio das empresas deste setor, em todos os trimestres do ano de 2007, demonstrando que o 3° trimestre daquele ano apresentou o maior nível de correlação.

O modelo apresentou altos coeficientes de determinação (R^2) e de correlação, em comparação ao setor anteriormente analisado, principalmente nos três primeiros trimestres do ano podendo-se então inferir que o valor de mercado das entidades situadas neste setor é explicado pelos seus respectivos valores contábeis devidamente registrados nas demonstrações financeiras.

Destaca-se ainda que o *p-value*, deste modelo, apresentou significância estatística a um nível abaixo de 1%.

4.3 Análise comparativa entre sensibilidade (Coeficiente de Variação β) dos setores analisados

No Gráfico 1 estão demonstrados, comparativamente, os coeficientes de variações (β), proporcionando uma análise entre os setores regulamentado e não regulamentados:

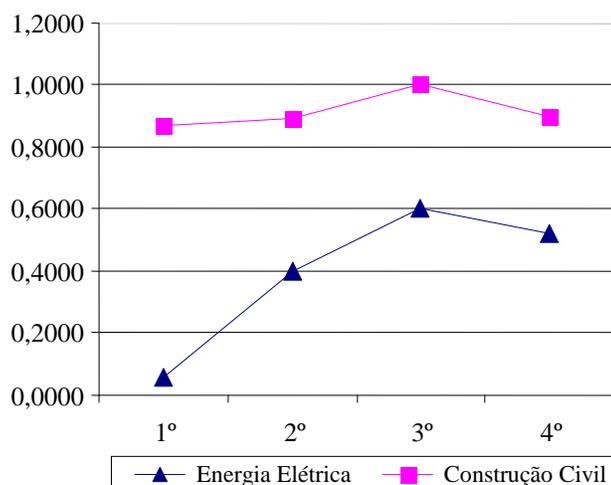


Gráfico 1 – Coeficientes de variação – comparativo
Fonte: Dados da Pesquisa

Verifica-se por meio do Gráfico 1 a diferença entre os níveis de sensibilidade apresentados pelos setores analisados nesta pesquisa. O setor de energia elétrica apresenta menores níveis de sensibilidade em relação ao setor de construção civil, demonstrando que neste último setor, o valor de mercado (valor justo) das empresas é melhor explicado pelos seus valores patrimoniais registrados nas demonstrações financeiras.

Portanto, os resultados apresentados demonstram que o setor não regulamentado por agência reguladora apresenta uma maior sensibilidade entre o valor de mercado e o valor patrimonial registrados nas demonstrações financeiras, do que o setor regulamentado.

4.4 Teste objetivando validar os pressupostos dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO)

Objetivando validar os pressupostos do MQO, permitindo assim efetuar inferências sobre os coeficientes estimados neste estudo, demonstrados nas Tabelas 1 e 2, efetuou-se os seguintes testes: (i) White – verificar a existência de heterocedasticidade. Este teste permite verificar se os resíduos apresentam variância não uniforme, que, em caso afirmativo, invalidaria os testes feitos neste estudo; (ii) Breusch-Godfrey ou teste Multiplicador de Lagrange (LM) – verificar se existe autocorrelação. Efetuando este teste, permitiu-se verificar se há dois valores quaisquer para uma variável explicativa, e se seus respectivos resíduos sejam não interdependentes. Os testes efetuados nas amostras não apresentaram heterocedasticidade e autocorrelação, não sendo necessárias correções do modelo.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo verificar empiricamente se existe diferença entre o poder explicativo do Valor Patrimonial das empresas de setor regulamentado (Energia Elétrica), sobre o seu Valor de Mercado, tratado nesta pesquisa como Valor Justo, e o mesmo para um setor não regulamentado (Construção Civil). Destaca-se que as empresas selecionadas na amostra são de capital aberto, negociam suas ações no mercado brasileiro e encontram-se nos níveis 1 e 2, bem como no novo mercado, de Governança da BOVESPA. O período da pesquisa constituiu-se dos quatro trimestres do exercício de 2007.

As informações referentes às empresas selecionadas para este estudo foram obtidas por meio das informações disponibilizadas na BOVESPA bem como no banco de dados da Economatica[®]. As regressões e os testes estatísticos foram realizados por meio do software Eviews[®].

Os resultados apresentados neste estudo indicam que as empresas do setor não regulamentado apresentaram em suas demonstrações financeiras o valor patrimonial mais próximo dos seus respectivos valores de mercados. O estudo demonstrou ainda que as empresas do setor de Energia Elétrica, setor este regulamentado pela ANEEL, não apresentaram poder de explicação entre o valor patrimonial divulgados nas demonstrações contábeis, e os valores de mercado destas entidades, evidenciando que os valores apresentados em suas demonstrações financeiras não retratam o quanto cada empresa deste setor realmente vale perante o seu mercado.

O setor de energia elétrica apresentou baixos coeficientes de determinação (R^2 Ajustado) e de correlação, demonstrando que o poder de explicação entre as variáveis utilizadas no modelo, “Valor de Mercado” e “Valor de Patrimônio” é relativamente pequeno, ou seja, o resultado no estudo das empresas deste setor indica que o “Valor Patrimonial”, considerado na regressão utilizada como variável explicativa, não foi suficiente para explicar o modelo.

Ao contrário, o setor da Construção Civil, o modelo apresentou altos coeficientes de determinação (R^2) e de correlação, indicando que o valor patrimonial das empresas analisadas neste setor da economia apresenta razoável explicação do valor justo, podendo-se então inferir que o valor de mercado das entidades situadas neste setor é explicado pelos seus respectivos valores contábeis, divulgados em suas demonstrações. Neste sentido, o setor de construção civil apresentou maior poder de explicação entre o valor de mercado das empresas inseridas neste setor, em relação ao valor patrimonial destas empresas, registrados nas demonstrações contábeis, quando comparadas ao setor de energia elétrica.

Portanto, a hipótese formulada para esta pesquisa não foi rejeitada, pois o valor patrimonial registrado nas demonstrações financeiras das empresas do setor de Construção Civil, ou seja, setor não regulado, apresentam-se mais próximo do seu valor de mercado, ao contrário das empresas do setor de Energia Elétrica, que apesar de serem submetidas a uma regulamentação própria, não apresentaram resultados capazes de explicar uma relação entre o seu valor de mercado e seu valor registrado contabilmente. Esse resultado é semelhante ao de Neto, Lopes e Loss (2002) e ao de Zatta e Nossa (2003).

Salienta-se que com a promulgação da Lei 11.638/07, o exercício de 2008 apresentará modificações significativas quanto às divulgações das demonstrações financeiras das empresas brasileiras, principalmente as entidades listadas na BOVESPA. Esta nova Lei, conforme exposto neste trabalho, alterou e revogou vários artigos da Lei 6.404/76, trazendo uma nova leitura sobre a contabilização de ativos e passivos alinhados as normas internacionais de contabilidade emitidas pelo IASB. A CVM, através de pronunciamentos técnicos emitidos pelo CPC, vem normatizando este alinhamento às normas internacionais. Neste novo cenário, recomendam-se futuros estudos desta natureza utilizando os dados das empresas de capital aberto preparadas em consonância às normas e aos padrões contábeis brasileiros vigentes no ano de 2008 e posteriores.

REFERÊNCIAS

AGÊNCIA NACIONAL DE ENERGIA ELÉTRICA - ANEEL – Disponível em: <<http://www.aneel.gov.br>>. Acesso em: 20/07/09.

AGÊNCIA NACIONAL DE ENERGIA ELÉTRICA - ANEEL. **Manual de contabilidade do serviço público setor elétrico**. Disponível em: <<http://www.aneel.gov.br>>. Acesso em 21/07/09

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

BALL, Ray; BROWN, Philip. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, vol. 6, issue 2, p.159-178, 1968.

BM&FBOVESPA – BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. Disponível em <<http://www.BOVESPA.com.br>>. Acesso em 20/07/09.

BRASIL. **Lei nº 11.638/07**, de 18 de dezembro de 2007. Altera, revoga e introduz novos dispositivos à Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976).

BRASIL. **Lei n 6404** de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. *Diário Oficial da União*. Brasília, 17 dez. 1976.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. **Teoria e Eficiência Informacional do Mercado de Capitais Brasileiro.** Caderno de Pesquisas em Administração. São Paulo, v. 10, n. 1, janeiro/março 2003.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 22/07/09.

COLLADO, Carlos Fernandez *et al.* **Metodologia de Pesquisa.** 3. edição, McGrawHill, São Paulo, 2006.

DELOITTE. **Normas internacionais de contabilidade IFRS.** São Paulo: Atlas, 2006.

FAMA, Eugene F. **Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work.** *The Journal of Finance*, vol. 25, issue 2, p.383-417, 1970.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa.** 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria Básica.** 4ª Edição. São Paulo: Makron Books, 2006.

LOPES, Alexandro Broedel, SARLO NETO, Alfredo, LOSS, Lenita. **O impacto da regulamentação sobre a relação lucro e retorno das ações das empresas dos setores elétricos e financeiros no Brasil.** ENANPAD 2002 Salvador BA. 22 a 25 set. 2002.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓFILO, Carlos Renato. **Metodologia da investigação científica para Ciências Sociais Aplicadas.** São Paulo: Atlas, 2007.

Ministério do desenvolvimento, indústria e Comércio exterior. Disponível em: <<http://www.desenvolvimento.gov.br>>. Acesso em: 22/07/09

HENDRIKSEN, Eldon S.; BREDA, Michael F. Van. **Teoria da Contabilidade.** São Paulo: Atlas, 1999.

IASB, International Accounting Standards Board. **Normas internacionais de contabilidade.** São Paulo: IBRACON, 2001.

IUDICÍBUS, Sérgio de. **Teoria da Contabilidade.** 8 ed. São Paulo: Atlas, 2006

IUDICÍBUS, Sérgio de. MARION, José Carlos. **Dicionário de termos de contabilidade.** São Paulo: Atlas, 2001

NIYAMA, Jorge Katsumi. **Contabilidade internacional.** São Paulo: Atlas, 2005.

NETO, Alfredo Sarlo; TEIXEIRA, Aridélmo José Campanharo; LOSS, Lenita; LOPES, Alexandro Broedel. **Diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e**

preferenciais no mercado brasileiro. Revista Contabilidade e Finanças – USP. São Paulo, n.37, p.46-58, Jun/Abr. 2005.

WATTS, Ross L.; ZIMMERMAN, Jerold L. **Positive accounting theory.** New Jersey: Prentice Hall, 1986.

WEFFORT, Elionor F. J. **O Brasil e a harmonização contábil internacional:** influências dos sistemas jurídico e educacional, da cultura e do mercado. São Paulo: Atlas, 2005.

ZATTA, Fernando Nascimento; NOSSA, Valcemiro. **Fair Value entre valor de mercado e valor de patrimônio das empresas dos setores siderúrgico e financeiro do mercado brasileiro.** VII Fórum de Estudantes e Profissionais de Contabilidade do Estado do Espírito Santo – O Marketing e a Valorização do Profissional Contábil - 30/10 a 01/11/2003 no Sesc - Praia Formosa Aracruz - ES