

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
CURSO DE MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

THATIANE DE OLIVEIRA DA SILVA

**ANÁLISE DO *VALUE RELEVANCE* DAS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DOS
FUNDOS DE INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS NO BRASIL**

JOÃO PESSOA – PB

2024

THATIANE DE OLIVEIRA DA SILVA

**ANÁLISE DO *VALUE RELEVANCE* DAS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DOS
FUNDOS DE INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS NO BRASIL**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (PPGCC/UFPB), como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Linha de Pesquisa: Contabilidade e Finanças.

Orientador: Prof. Dr. Robério Dantas de França.

João Pessoa - PB

2024

Catálogo na publicação
Seção de Catalogação e Classificação

S586a Silva, Thatiane de Oliveira da.

Análise do value relevance das informações financeiras dos fundos de investimentos imobiliários no Brasil / Thatiane de Oliveira da Silva. - João Pessoa, 2024.

52 f. : il.

Orientação: Robério Dantas de França.
Dissertação (Mestrado) - UFPB/CCSA.

1. Investimentos imobiliários. 2. Value Relevance.
3. Informações financeiras. 4. Fundos de investimentos.
I. França, Robério Dantas de. II. Título.

UFPB/BC

CDU 330.322.3:332.6(043)

ATA DE DEFESA DE DISSERTAÇÃO

DEFESA DE DISSERTAÇÃO Nº 93

Ata de Sessão Pública da Defesa de Dissertação da aluna Thatiane de Oliveira da Silva, do Curso de Mestrado do Programa de Pós- Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba.

Linha de Pesquisa: Informação Contábil para Usuários Externos

Aos vinte e nove dias do mês de fevereiro do ano de dois mil e vinte e quatro, às dez horas, reuniu-se na Sala Virtual: Google Meet, por meio do link: <https://meet.google.com/dnb-mzgt-xoj>, a Banca Examinadora, composta pelos professores doutores: **Robério Dantas de França (Presidente da Banca Examinadora – PPGCC/UFPB)**, **Orleans Silva Martins - (Membro Interno – PPGCC/UFPB)** e **Renato Henrique Gurgel Mota (Membro Externo – UFRN)**, para julgar o trabalho de dissertação intitulado: **“ANÁLISE DO VALUE RELEVANCE DAS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS NO BRASIL”**, de autoria da aluna Thatiane de Oliveira da Silva orientada pelo Prof. Dr. Robério Dantas de França. Dando início aos trabalhos, o Presidente da Banca Examinadora, explicou aos presentes a finalidade da sessão pública, e passou a palavra à mestranda para que fizesse a apresentação de seu trabalho de dissertação. Após a apresentação do trabalho, a banca examinadora fez arguições à aluna, que as respondeu. Em seguida, o presidente da banca examinadora, convidou os demais membros da banca para se reunirem reservadamente, para que fosse feito o julgamento do trabalho. A Banca Examinadora então atribuiu à aluna, o conceito:

(X) Aprovado(a)

() Insuficiente

() Reprovado(a)

Comentários da Banca Examinadora

Realizar os ajustes sugeridos pelos membros da banca.

Proclamados os resultados, o Presidente encerrou os trabalhos referentes à defesa de dissertação da discente. João Pessoa, 29 de fevereiro de 2024.

Documento assinado digitalmente
 **ROBERIO DANTAS DE FRANÇA**
Data: 29/02/2024 13:59:12-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof. Dr. Robério Dantas de França

Presidente da Banca Examinadora – PPGCC/UFPB

Documento assinado digitalmente
 **ORLEANS SILVA MARTINS**
Data: 29/02/2024 16:32:48-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof. Dr. Orleans Silva Martins

Membro Interno – PPGCC/UFPB

Documento assinado digitalmente
 **RENATO HENRIQUE GURGEL MOTA**
Data: 29/02/2024 16:05:22-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof. Dr. Renato Henrique Gurgel Mota

Membro Externo – UFRN

Documento assinado digitalmente
 **THATIANE DE OLIVEIRA DA SILVA**
Data: 29/02/2024 14:02:52-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Thatiane de Oliveira da Silva

Discente

RESUMO

Este estudo investigou a influência das informações financeiras de lucros e patrimônio líquidos nos retornos dos fundos imobiliários brasileiros, no período de janeiro de 2017 a dezembro de 2023. A hipótese formulada foi se há *value relevance* nas informações financeiras de lucro (financeiro e contábil) e patrimônio líquidos no retorno dos FIIs (H1). Ao adotar o efeito fixo como a estratégia mais apropriada para a análise, as variáveis centrais (PLCC, PLFC, LLFC e LLCC) mostraram baixa correlação com os retornos dos fundos, sugerindo que suas oscilações podem não ter um impacto significativo nas cotas de maneira geral. Contudo, os resultados preliminares indicam que, no modelo de efeito fixo, há ausência de influência direta do patrimônio líquido e dos lucros nos retornos dos fundos. Assim, a hipótese H1 não foi confirmada. Esses achados apontam para a complexidade do mercado de fundos imobiliários, sugerindo que métricas contábeis tradicionais podem não ser as únicas informações na análise de seu desempenho. Essas conclusões destacam a necessidade de estudos mais aprofundados para compreender quais informações e dados macroeconômicos são realmente relevantes para os retornos dos fundos imobiliários. Além disso, há uma sugestão para explorar a Teoria dos Mercados Eficientes, dado que as informações financeiras podem ter relevância em mercados específicos ainda não claros para os FIIs.

Palavras-Chave: Fundos de Investimentos Imobiliários. *Value Relevance*. Informações Financeiras.

ABSTRACT

This study investigated the influence of financial information on profits and net assets on the returns of Brazilian real estate funds, covering the period from January 2017 to December 2023. The hypothesis formulated was whether there is value relevance in financial information on profits (financial and accounting) and net assets in the returns of REITs (H1). By adopting fixed effects as the most appropriate strategy for analysis, the central variables (PLCC, PLFC, LLFC, and LLCC) showed low correlation with fund returns, suggesting that their fluctuations may not have a significant impact on shares in general. However, preliminary results indicate that in the fixed-effects model, there is a lack of direct influence of net assets and profits on fund returns. Thus, hypothesis H1 was not confirmed. These findings point to the complexity of the real estate fund market, suggesting that traditional accounting metrics may not be the only information in analyzing performance. These conclusions highlight the need for further studies to understand which information and macroeconomic data are truly relevant to real estate fund returns. Additionally, there is a suggestion to explore the Efficient Markets Theory, given that financial information may be relevant in specific markets that are still unclear for REITs.

Keywords: Real Estate Investment Funds. Value Relevance. Financial Information.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Estimação Equações 2 e 3	29
Figura 2 - Estimação Equações 4 e 5	31
Figura 3 - Resultados regressão EF amostra lajes corporativas	33
Figura 4 - Resultados regressão EF amostra híbrido	34
Figura 5 - Resultados regressão EF amostra títulos e valores mobiliários	34

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Definição da amostra final do estudo	19
Tabela 2 – Variáveis para <i>Value Relevance</i>	20
Tabela 3 – Variáveis testadas no retorno das cotas dos FIIs	21
Tabela 4 – Operacionalização das variáveis de controle	21
Tabela 5 – Estatística da amostra quanto ao segmento de atuação	25
Tabela 6 - Estatística descritiva da amostra	26
Tabela 7 - Correlação de Pearson	27

LISTA DE ABREVIATURAS, SIGLAS E SÍMBOLOS

ADR	American Depositary Receipts
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
BP	Balanço Patrimonial
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFC	Demonstração de Fluxo de Caixa
DMPL	Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido
DR	Demonstração de Resultado
EF	Efeito Fixo
FAMB11	FII ALMIRANTCI MB
FII	Fundos de Investimento Imobiliário
FIAGRO	Fundos de investimento em cadeias agroindustriais
FIPEZAP	Índice Fipezap
IBOV	Índice Bovespa
IBRX	Índice Brasil 100
ICVM	Instrução Normativa Comissão de Valores Mobiliários
IDIV	Índice Dividendos BM&FBOVESPA
IFIX	Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários
IFRS	International Financial Reporting Standards
IGMI-C	Índice Geral do Mercado Imobiliário-Comercial
IGP-M	Índice Geral de Preços do Mercado
IMA-B 5	Índice de Mercado ANBIMA formado por NTN-B
IMOB	Índice Imobiliário
INPC	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IRF-M	Índice de Renda Fixa do Mercado)
LAJIR	Lucro antes dos Juros e Imposto de Renda
LL	Lucro Líquido
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários

NTN-B	Notas do Tesouro Nacional Série B
PABY11	Fundo Invest Imobiliario Panamby
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
PIB	Produto Interno Bruto
PL	Patrimônio Líquido
RBDS11	RB Capital Desenvolvimento Residencial II FII
REIT	Real Estate Investment Trusts
RNDP11	BB Renda de Papeis Imobiliaros FI imobiliario FII
SELIC	Taxa Básica de Juros
TVM	Títulos e Valores Mobiliários
US-GAAP	Generally Accepted Accounting Principles Securities and Exchange Commission
VM	Valor de Mercado
VR	Value Relevance

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	3
1.1 Contextualização	3
1.2 Formulação do Problema	6
1.3 Objetivos da Pesquisa	6
1.4 Justificativa da Pesquisa	7
2. REVISÃO DA LITERATURA	10
2.1 <i>Value Relevance</i>	10
2.2 Fatores que influenciam as cotas dos fundos de investimento imobiliário	14
3. METODOLOGIA	18
3.1 Coleta de Dados	18
3.2 População e Amostra	18
3.3 Variáveis da Pesquisa	19
3.3.1 Variável dependente	19
3.3.2 Variáveis independentes	20
3.3.2.1 Variáveis para <i>Value Relevance</i>	20
3.3.2.2 Variáveis de controle	20
3.4 Modelo Econométrico	22
4 RESULTADOS	25
4.1 Estatísticas Descritivas	25
4.2 Análise dos Modelos de Regressão	28
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	36
REFERÊNCIAS	40

1. INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização do Tema

Criados para atender uma demanda de reestruturação do capital imobiliário no país, os Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) atuam como ativos de estratégia de investimento. A decisão política para sua criação retratava uma necessidade de investimento no setor imobiliário, sendo uma alternativa para o aquecimento do setor, como aconteceu nos Estados Unidos com os *REITs* (*Real Estate Investment Trusts*). Ao longo de sua trajetória, os FIIs se tornaram uma fonte de financiamento vantajosa, tendo seu crescimento convergido com diversas decisões macroeconômicas (CAETANO, 2014; SERRA; MORAES; FÁVERO, 2017; GONZÁLEZ; GARCÍA; SÁNCHEZ, 2018; ANBIMA, 2019).

Muitas foram as regulamentações que se desenvolveram para que houvesse a estrutura de fundos imobiliários que se tem atualmente. Uma das resoluções que trouxe considerável mudança para este mercado foi a ICVM 472/2008. Nesta instrução há o detalhamento de como deve proceder a divulgação das informações contábeis dos FIIs, quais as demonstrações financeiras obrigatórias, bem como a periodicidade dos relatórios. Além disto, com sua divulgação, os fundos imobiliários se consolidaram como veículo de captação de recursos. Após a publicação desta resolução, houve aumento considerável de FIIs no mercado (CVM, 2008; ANBIMA, 2019).

Em 2020, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) comemorava a retomada do setor, com recorde em valor de patrimônio gerido, bem como crescimento exponencial no número de fundos. Outro ponto de atenção se trata da quantidade de gestores e administradores de FIIs, que também cresceu consideravelmente (ANBIMA; 2019). A ANBIMA avaliou os empreendimentos do setor e identificou uma redução na taxa de vacância, um dos indicadores de maior interesse dos investidores em FIIs, tendo em vista o impacto na receita dos fundos. Também percebeu que os fundos fomentavam o setor de construção civil, que possui representatividade de 12% do PIB nacional (ANBIMA, 2014).

Todo esse crescimento refletiu a dinâmica das decisões econômicas dos últimos dez anos. A queda na taxa de juros, o incentivo ao financiamento imobiliário e a redução dos altos níveis de desemprego no país favoreceram a retomada do mercado imobiliário, crescendo assim, a demanda de investidores nesses ativos. Apesar de Oliveira e Milani (2020) e Dias e Silva (2021) terem identificado em seus estudos que a Taxa básica de juros (SELIC) não possui influência significativa nos retornos dos FIIs, o estudo de Maia e Souza (2015) encontrou

associação entre a SELIC e o retorno do IFIX (Índice de Fundos Imobiliários). Nesta mesma linha, a ANBIMA reafirma que a redução de juros foi um momento atrativo para investimento em FIIs, sendo uma das alternativas de diversificação de portfólios (ANBIMA, 2019).

Ainda segundo a ANBIMA (2019), no ano de 2013, os FIIs atingiram um total de 223 emissões de novos fundos, tendo 5,7 bilhões de cotas distribuídas e patrimônio líquido estimado em R\$ 54 bilhões. Contudo, nem todos os FIIs são listados em bolsa, então, considerando os FIIs listados com negociação ativa na B3, 65,7% do total de patrimônio líquido informado se refere aos fundos disponíveis para negociação no mercado à vista. Além disso, a ANBIMA já estimava um número de investidores em FIIs no patamar de 101 mil. Uma das principais razões para o aumento consistente no número de investidores é a isenção de imposto de renda para pessoas físicas (ANBIMA, 2019).

Esta isenção se refere aos rendimentos distribuídos pelos fundos imobiliários, sendo um grande fomentador de pessoas físicas neste segmento. A ANBIMA levanta que do total de cotistas de FIIs, 74,3% são pessoas físicas, enquanto 15,6% estão em posse do governo e 9,1% são empresas. O investimento em FIIs acaba não sendo uma opção de atenção para estrangeiros, que representam 1% do total de investidores. Esta situação alerta para a baixa volatilidade de entrada e saída de recurso estrangeiro neste mercado. Outra razão que pode favorecer a demanda de investidores pessoa física em FIIs trata de uma motivação cultural. O investidor brasileiro, culturalmente, tem tendência a adquirir imóveis para aluguéis contínuos (ANBIMA, 2019).

Entretanto, este dispêndio da compra de um imóvel só é possível para grandes quantias, não sendo acessível a todos os investidores. Considerando que a maioria dos FIIs são recorrentes no pagamento de rendimentos, bem como que o valor inicial para investimento em FIIs não é alto, se tornou uma opção de investimento atrativa. Sendo assim, a ANBIMA explica que os investidores, de maneira geral, têm uma boa oportunidade de diversificar suas carteiras sem a necessidade de grandes movimentos de recursos financeiros (ANBIMA; 2020).

Contudo, apesar da reestruturação das divulgações contábeis ocorrida em 2008, o aumento considerável no número de investidores e a atratividade do investimento fez surgir novas necessidades para o mercado. Então, a fim de garantir a padronização e confiabilidade dos demonstrativos, a CVM publicou a Instrução Normativa nº 516/2011, com o objetivo de estabelecer a estrutura das demonstrações contábeis dos fundos de investimento imobiliário e de definir as informações mínimas a serem divulgadas por eles em seus relatórios financeiros. A norma trouxe maior clareza e transparência para os investidores, ao estabelecer padrões mínimos de apresentação das informações contábeis e de atividade, permitindo uma melhor

compreensão de suas operações e resultados financeiros (PEREIRA; GARCIA, 2020; CAETANO, 2014).

Além de terem a regulamentação própria emitida pela CVM, que adapta aspectos peculiares do setor e garante o atendimento às normas contábeis em vigência no Brasil, os fundos imobiliários baseiam sua estrutura de contabilização nas orientações do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). Fora isso, em situações que fogem do contexto ideal de normatização, a ANBIMA auxilia as empresas do setor financeiro na disciplina de questões peculiares do desempenho das atividades (PEREIRA; GARCIA, 2020; CAETANO, 2014). Em resumo, as demonstrações financeiras que deverão ser apresentadas pelos fundos são: Balanço Patrimonial do Final do Período (BP); Demonstração do Resultado do Período (DR); Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido do Período (DMPL) e Demonstração dos Fluxos de Caixa do Período (DFC) (CVM, 2011).

Todas as demonstrações são divulgadas nos prazos similares às empresas de capital aberto, trimestralmente. Contudo, mensalmente, o FII divulga o informe mensal, que consiste em um resumo do Balanço Patrimonial do fundo no período (CVM, 2011; CAETANO, 2014). Esse conjunto de demonstrativos e exigências normativas são resultados da busca incessante pelo aprimoramento da informação contábil à realidade de mercado dos FIIs (JANIN; DISLE, 2020). Além disso, se faz necessário analisar os aspectos influenciadores da precificação das cotas dos fundos, pois assim como as empresas de capital aberto, investidores também podem esperar retornos pela valorização das cotas. Neste sentido, o estudo quanto à relevância das informações financeiras de lucro e patrimônio líquidos dos fundos imobiliários será importante para verificar se os resultados contábeis (e financeiros) são capazes de influenciar o preço das cotas no mercado financeiro e auxiliar na tomada de decisão dos investidores (CHACON et al., 2020; BROWN; HILLEGEIST, 2003; JANIN; DISLE, 2020).

Importante frisar que os estudos de *Value Relevance* (VR) são desenvolvidos para averiguar como as informações financeiras podem afetar os preços das ações no mercado financeiro. No contexto dos Fundos de Investimento Imobiliário, o *value relevance* também é importante para avaliar a utilidade e a transparência das informações divulgadas pelos fundos (BRITO; ALENCAR, 2016; JANIN; DISLE, 2020). Então, é possível verificar se as informações contábeis dos FIIs são consideradas pelos investidores, influenciando assim as decisões de investimento e o valor de mercado das cotas.

A divulgação de informações precisas e relevantes aumenta a confiança dos investidores e pode contribuir para a valorização das cotas dos FIIs, mas diversos autores comentam que as informações macroeconômicas afetam a valorização de suas cotas (JANIN; DISLE, 2020). A

revisão de literatura proposta por Silva e França (2023) evidencia indicadores macroeconômicos que são significativos estatisticamente para explicar o retorno das cotas dos fundos.

Considerando os índices de maior significância estatística apresentados na revisão, o mercado de renda fixa, renda variável e taxa básica de juros podem impactar o retorno de mercado dos FIIs. No entanto, tornou-se claro na pesquisa em questão que o grupo de variáveis macroeconômicas não justifica boa parte dos retornos dos fundos (SILVA; FRANÇA, 2023). Portanto, uma possibilidade de análise de contexto, é considerar que para explicar as variações nos preços das cotas, não só os índices de mercado, mas informações financeiras e operacionais dos fundos sejam precursoras de precificação dos FIIs.

1.2 Formulação do Problema

Analisando a divulgação e evidenciação dos relatórios financeiros dos fundos imobiliários, há perceptível falta de padronização, o que pode dificultar a comparação entre diferentes fundos no mercado. Essa questão é agravada pelo fato do mercado de fundos imobiliários no Brasil ser relativamente jovem e ainda em desenvolvimento, com menos investidores que o mercado de ações e opções, bem como em comparação com mercados mais estabelecidos, como Estados Unidos e Europa. Isto pode levar a uma falta de familiaridade dos investidores e analistas com os conceitos e as melhores práticas em relação à análise de fundos imobiliários, além de evidenciar a necessidade de uma divulgação mais completa e clara aos *stakeholders* (BRITO; ALENCAR, 2016; JANIN; DISLE, 2020).

Essa complexidade na busca por informações detalhadas sobre o desempenho dos fundos não apenas desacelera o processo de tomada de decisão, mas também pode resultar em decisões menos informadas. Portanto, compreender a relevância das informações financeiras de lucro e patrimônio líquido torna-se crucial não apenas para os investidores individuais, mas também para o desenvolvimento e maturidade do mercado de fundos imobiliários no Brasil. Portanto, o problema da presente pesquisa é: **qual é a relevância das informações financeiras de lucro e patrimônio líquidos dos fundos imobiliários do Brasil?**

1.3 Objetivos da Pesquisa

O objetivo geral desta pesquisa é investigar qual é a relevância das informações financeiras de lucro (financeiro e contábil) e patrimônio líquidos no retorno dos fundos

imobiliários no Brasil, compreendendo o período de janeiro de 2017 a setembro de 2023. Para isso, faz-se necessário determinar os seguintes objetivos específicos:

- a) Analisar a relevância das informações contábeis de lucro (financeiro e contábil) e patrimônio líquidos no retorno dos FIIs brasileiros;
- b) Elencar os principais fatores que afetam o retorno dos fundos imobiliários no Brasil.

1.4 Justificativa da Pesquisa

O crescente interesse em FIIs têm despertado a atenção de investidores e pesquisadores, criando demanda por estudos que possam compreender melhor o desempenho destes fundos e os fatores que o influenciam. Nos últimos anos, o mercado de fundos imobiliários tem se expandido no Brasil, impulsionado pela busca de investidores por alternativas de diversificação de suas carteiras e pela perspectiva de retorno atrativo por meio da valorização de imóveis e distribuição de rendimentos (MORAES; SERRA, 2017; PEREIRA; GARCIA, 2020; MAIA; SOUZA, 2015).

Além disso, a regulamentação e o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro têm permitido a criação e o crescimento de fundos imobiliários, aumentando ainda mais a importância de estudos que possam auxiliar na análise e na tomada de decisão dos investidores neste mercado (MORAES; SERRA, 2017). Garantir a confiabilidade dos investimentos realizados pelo fundo é de suma importância para sua continuidade no mercado financeiro, bem como atestar o retorno do valor investido (PEREIRA; GARCIA, 2020).

Sendo disto que trata um dos objetivos qualitativos da Contabilidade, fornecer demonstrativos financeiros fidedignos que auxiliem na análise das empresas quanto à tomada de decisão, esta mesma perspectiva se aplica aos fundos de investimento imobiliários, que devem cumprir as regras contábeis estabelecidas. Além da obrigatoriedade de divulgar informações financeiras, é fundamental que sejam evidenciadas informações contábeis relevantes e confiáveis, para garantir a transparência e confiabilidade dos demonstrativos (PEREIRA; GARCIA, 2020; BRITO; ALENCAR, 2016).

Em um mercado cada vez mais competitivo, a transparência e a confiabilidade nos relatórios contábeis tornam-se imprescindíveis para transmitir segurança aos investidores, principalmente no caso dos fundos de investimento imobiliários (FIIs), que lidam com ativos imobiliários (BRITO; ALENCAR, 2016). Nesse sentido, a relevância do valor (ou *value relevance*) é um conceito financeiro que tem ganhado destaque em estudos que visam compreender o quanto as informações contábeis podem afetar o valor de mercado de uma empresa (DUARTE; GIRÃO; PAULO, 2017).

O *value relevance* tem como objetivo avaliar a relação entre o valor de mercado da empresa e as informações financeiras apresentadas nos demonstrativos contábeis, tais como lucros, fluxo de caixa e patrimônio líquido (DUARTE; GIRÃO; PAULO, 2017). Inicialmente, proposto por Ball e Brown (1968) e Beaver (1968), se tornou uma medida importante para garantir a confiabilidade nos relatórios contábeis divulgados pelas empresas (DUARTE; GIRÃO; PAULO, 2017). Assim, torna-se fundamental também para os fundos atestar a fidedignidade das informações apresentadas aos cotistas, a fim de garantir a sua credibilidade no mercado.

A importância do VR se estende ao contexto dos Fundos Imobiliários, uma vez que investidores podem utilizar informações financeiras para tomada de decisões de investimento (BRITO; ALENCAR, 2016). Estudos têm demonstrado que informações contábeis específicas dos FIIs, como o valor patrimonial por cota e a rentabilidade, são consideradas pelos investidores (SCOLESE *et al.*, 2015). Além disso, a análise dessas informações pode ser útil para os gestores do fundo, que podem utilizá-las para tomar decisões estratégicas sobre aquisições e vendas de ativos, e assim, avaliar a performance do fundo em relação aos demais ativos do mercado.

A análise do VR auxilia na compreensão de como as informações financeiras afetam o valor de mercado das empresas e, conseqüentemente, as decisões de investimento (DUARTE; GIRÃO; PAULO, 2017). É essencial aplicá-la na avaliação da qualidade dos demonstrativos financeiros divulgados pelos FIIs e identificar áreas em que a divulgação de informações financeiras precisa ser aprimorada para atender às demandas dos investidores. A transparência na divulgação das informações contábeis também é um fator crucial, pois permite que os investidores tomem decisões mais informadas sobre seus investimentos e ajuda a promover a confiança no mercado (BRITO; ALENCAR, 2016).

Portanto, a investigação da relevância das informações financeiras dos fundos imobiliários pode contribuir para o desenvolvimento do mercado no Brasil e ajudar a orientar os investidores na tomada de decisões de investimento mais bem fundamentadas (BRITO; ALENCAR, 2017). Em pesquisa quanto ao arcabouço teórico, não se encontrou aprofundamento de estudos relacionados à relevância das informações contábeis dos fundos de investimento, como também aos fundos de investimento imobiliário (SERRA; MORAES; FÁVERO, 2017; MORAES; SERRA, 2017).

A importância de estudos relacionados a fundos de investimento estruturados, especificamente imobiliários, baseou-se na nova regulamentação aprovada, a ICVM 175/2023, que será implementada em fases, como também na grande representatividade quanto aos

recursos geridos e às estratégias de investimento no mercado de ações brasileiro (PEREIRA; GARCIA, 2020). Além disso, a pesquisa pode contribuir para o desenvolvimento de melhores práticas de transparência e divulgação de informações contábeis nos fundos imobiliários, proporcionando maior segurança e confiança aos investidores (BRITO; ALENCAR, 2016).

Logo, a análise de VR se faz necessária, em razão da oferta considerável de FIIs no mercado e a alta demanda de investimentos de pessoas físicas, a fim de averiguar se estes investidores utilizam informações padronizadas para tomada de decisão. Para isso, serão analisados dados contábeis de lucro (contábil e financeiro) e patrimônio líquidos dos FIIs para determinar a relevância das informações contábeis na precificação das cotas. Além disto, com base no trabalho de Silva e França (2023), complementarmente será analisado se a influência dos indicadores de mercado, afetam o nível de VR medido neste estudo. Esta análise contribui para entender os fatores que se relacionam com o valor de mercado dos FIIs e ajudará a aprimorar as decisões de investimento de longo prazo dos investidores.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1 *Value Relevance*

Em 1968, Ball e Brown realizaram uma análise empírica para examinar a relação entre as informações contábeis e as mudanças no valor de mercado das empresas, focando na eficácia das medidas de lucro contábil em prever mudanças no valor de mercado. Os autores concluíram que as informações contábeis são significativas para os investidores e que as mudanças no lucro contábil estão associadas a mudanças no valor de mercado das empresas. Eles enfatizaram que o lucro líquido é particularmente interessante aos investidores e que a decisão de investimento reflete no preço das ações (BALL; BROWN, 1968).

Outro estudo de igual importância foi desenvolvido por Beaver em 1968. O autor utilizou dados de empresas americanas entre 1961 e 1965 e concluiu que as informações contábeis divulgadas nesses anúncios têm valor informativo significativo para os investidores e são associadas a mudanças no valor de mercado das empresas. O *timing* da divulgação também foi destacado como importante para a utilidade das informações como sinalização de desempenho futuro. O autor destacou que a relevância informacional de um item não se dá apenas pela sua representatividade econômica, mas sim pela mudança potencial de expectativas que ele pode gerar nos investidores, influenciando suas opções econômicas (BEAVER, 1968).

Posteriormente, Ohlson (1995) propôs um modelo teórico que integra a informação contábil e financeira para explicar como os investidores utilizam essas informações na avaliação do valor das ações. O modelo é composto por lucros, valores contábeis e o custo de capital próprio. A "teoria da relevância informacional" estabelece que o valor de mercado atribuído a uma empresa é influenciado por três componentes: o patrimônio residual, os lucros anormais e outras informações relevantes. De acordo com Ohlson (1995), a divulgação de informações é incentivada pela existência de eventos importantes que podem afetar as expectativas dos investidores quanto aos lucros futuros.

O estudo de Collins, Maydew e Weiss (1997) examinou as mudanças na relevância dos lucros e valores contábeis na avaliação de empresas ao longo de 40 anos. Eles investigaram a relação entre os preços das ações e as informações contábeis divulgadas pelas empresas, como os lucros e os valores contábeis. O estudo concluiu que, inicialmente, os valores contábeis eram mais relevantes do que os lucros na determinação dos preços das ações. No entanto, com o tempo, os lucros passaram a ter uma relevância maior do que os valores contábeis na avaliação das empresas. Além disso, os autores observaram que a relação entre os preços das ações e as informações contábeis se tornou mais forte ao longo do período analisado, indicando uma maior

eficiência do mercado em incorporar informações contábeis na avaliação de empresas (COLLINS; MAYDEW; WEISS, 1997).

O estudo tem implicações importantes para a pesquisa contábil e financeira, bem como para a prática de contabilidade e finanças. Os autores simplificaram o modelo original de Ohlson (1995) e avaliaram a capacidade de explicação adicional dos lucros, do *book-to-value* e da combinação de ambos. Eles usaram o coeficiente de determinação (R²) e a inclinação estatisticamente significativa das variáveis explicativas para medir essa capacidade. Collins, Maydew e Weiss (1997) utilizaram esse modelo para verificar a capacidade incremental de explicação dos valores dos ativos financeiros em relação aos contratos de concessão.

Logo depois, Francis e Schipper (1999) avaliaram a relevância contínua das demonstrações financeiras, como o balanço patrimonial e a demonstração de resultados, para os usuários das informações contábeis em comparação com outras fontes de informação. A pesquisa sugere que as demonstrações financeiras ainda são amplamente utilizadas pelos usuários das informações contábeis, mas podem estar perdendo relevância em comparação com outras fontes de informações, como as notícias e análises financeiras disponíveis na mídia. Além disso, as mudanças na regulamentação contábil também podem ter afetado a relevância das demonstrações financeiras ao longo do tempo (FRANCIS; SCHIPPER, 1999).

Holthausen e Watts (2001) propuseram três categorias de estudos sobre a relevância do valor contábil: (i) estudos de associação relativa, que examinam a relação entre os números contábeis e os preços de mercado; (ii) estudos de associação incremental; (iii) estudos de conteúdo informacional marginal. Afirmam que o *value relevance* pode ser medido pela capacidade dos lucros em explicar os retornos anuais dos investimentos realizados nas empresas ajustados a uma taxa de mercado e pela capacidade dos valores contábeis do ativo e do passivo para explicar o valor de mercado do patrimônio líquido.

O *value relevance* é uma medida de relevância e confiabilidade, e para Barth, Beaver e Landsman (2001), a informação contábil é relevante se for capaz de influenciar a tomada de decisão dos investidores e se for mensurada de forma confiável o suficiente para refletir os preços das ações. Para avaliar empiricamente a relevância da informação contábil, são realizadas pesquisas que consideram a associação dos números contábeis com os valores de mercado das ações. Em síntese, os relatórios contábeis só são relevantes se estiverem previamente associados ao preço das ações (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001).

Kothari (2001) apresenta revisão da literatura sobre VR no mercado de capitais, compreendendo o período de duas décadas de produção acadêmica, a fim de fornecer *insights* sobre os principais tópicos abordados. A revisão explora dois modelos de estudos sobre a

relevância da informação contábil. O primeiro modelo avalia se a divulgação de demonstrações contábeis de uma empresa traz informações novas ao mercado e o segundo modelo verifica se existe correlação positiva entre uma variável contábil. Devido à pressão do mercado e dos investidores por números financeiros, as informações contábeis estão sujeitas a manipulações pela administração, que podem alterar as variáveis financeiras relevantes para atender aos seus próprios interesses (KOTHARI, 2001).

No Brasil, os estudos de VR abordaram diversas temáticas e possibilidades. Rezende (2005) conduziu uma investigação sobre a importância econômica e financeira da contabilização dos ativos intangíveis (ativo diferido) no processo de avaliação das empresas pelos acionistas. Os resultados da pesquisa indicaram que os números contábeis das empresas da nova economia, especialmente no setor de telecomunicações, servem como uma proxy significativa para a avaliação dos preços de mercado das ações. Além disso, observou-se que o ativo diferido, conforme registrado pelas normas contábeis em vigor, apresentou um poder explanatório reduzido nos três setores analisados.

Costa e Lopes (2007) contribuíram para uma pesquisa que investigou os ajustes anuais aos US-GAAP feitos por empresas brasileiras com ADRs (Recibo de Depósitos Americano) negociados na Bolsa de Nova Iorque, com o objetivo de identificar a relevância desses ajustes para o mercado de capitais brasileiro. Os resultados do estudo sugerem que as informações contábeis preparadas de acordo com os princípios contábeis brasileiros são consideradas úteis e relevantes para o mercado, destacando que o patrimônio líquido possui uma relevância maior do que o lucro líquido. Ao comparar os ajustes aos US-GAAP, nota-se que a relevância das informações, seguindo os princípios contábeis locais, em comparação com os norte-americanos, é mais significativa.

Alves *et al.* (2011) examinaram a importância dos gastos em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) para o mercado de capitais das empresas do setor de distribuição de energia elétrica no período de 2002 a 2009. Na avaliação da relevância do Lucro Líquido (LL) e do Patrimônio Líquido (PL) em relação ao valor de mercado, conclui-se que tanto o LL quanto o PL são informações contábeis significativas para o mercado de capitais quando analisadas em conjunto. No entanto, não se confirma a relevância das informações sobre os gastos com P&D para o mercado de capitais quando examinadas em conjunto com o lucro líquido e o patrimônio líquido.

Santana e Cassuce (2012) desenvolveram estudo para avaliar se as informações de lucro antes dos juros e imposto de renda (LAJIR) e patrimônio líquido (PL) seriam relevantes na precificação das ações no período de divulgação das demonstrações trimestrais. O principal

objetivo das autoras tratou de analisar se as informações financeiras citadas seriam capazes de influenciar os preços das ações no período da divulgação. A amostra da pesquisa contemplou 135 empresas de diferentes setores do mercado, em que foram coletados dados no dia 30 de junho de 2011.

Para atingir o objetivo do estudo, as autoras utilizaram uma regressão linear com as variáveis LAJIR e PL. Além disso, adotaram as premissas de avaliação estatística para fundamentar e atestar os resultados. Averigua-se que as variáveis representam 88% do poder de explicação do preço das ações e apresentaram significância estatística de 1%. Contudo, as autoras perceberam que a variável de patrimônio líquido possui efeito superior no preço das ações se comparada ao efeito do LAJIR. Nesta perspectiva, as autoras entendem que o balanço patrimonial pode ser mais relevante no mercado financeiro do que a demonstração de resultado.

Na avaliação dos fundos imobiliários, observam-se diferenças significativas. Enquanto as companhias divulgam seus balanços trimestralmente, os FIIs apresentam esta demonstração mensalmente. Por outro lado, a demonstração de resultado, tanto para FIIs quanto para companhias, segue a mesma periodicidade de publicação. No entanto, nos fundos imobiliários, destaca-se a peculiaridade dos diferentes regimes de divulgação da demonstração de resultado, que abrangem os resultados financeiro e contábil.

Conforme estipulado pela Resolução ICVM 472/08, a distinção crucial entre estes dois resultados - financeiro e contábil - está no regime adotado (CVM, 2008). Enquanto o resultado contábil realiza a apropriação das receitas provenientes de aluguéis ou vendas de imóveis no exercício em que ocorreram as negociações e vendas, o resultado financeiro reconhece a receita que já foi contabilmente apropriada, mas ainda não foi integralmente recebida. Esta diferenciação, essencial para a compreensão dos registros contábeis dos fundos imobiliários, assume um papel crucial em nosso estudo, conforme o modelo de VR proposto por Collins *et al.* (1997), que conta com dois tipos de lucro para identificar a relevância da informação financeira.

Macedo, Romana e Silva (2014) também investigaram o *value relevance* no mercado brasileiro, tendo como foco a relevância do lucro e patrimônio líquidos nos preços das ações das companhias. A abordagem adotada pelos autores corresponde a teoria positivista da contabilidade, que se baseia em explicar os fenômenos envolvendo os dados contábeis. Logo, a pretensão do estudo é analisar a relevância das informações financeiras citadas no preço das ações, no período de 2010 a 2012.

Através da análise de regressão linear, os pesquisadores compararam o preço das ações com o lucro e o patrimônio líquidos, demonstrando que essas variáveis conseguem explicar

43,49% da variação nos preços das ações, com um nível de significância de 5%. Como resultado, a conclusão dos pesquisadores foi que tanto o patrimônio líquido quanto o lucro líquido são fatores relevantes para o mercado de ações brasileiro.

Canongia, Silva e Macedo (2023) buscaram avaliar a evolução no Brasil do *value relevance* das informações financeiras de patrimônio e lucro líquidos após a convergência às IFRS. Neste sentido, o estudo dos autores teve o objetivo de analisar a relevância das informações contábeis das empresas não financeiras ao longo dos 10 anos de implantação das IFRS no país. Para cumprimento da agenda, foram adotadas duas estratégias de análise. Inicialmente, os autores avaliaram a relevância das informações financeiras para o período completo de 10 anos.

Posteriormente, dividiram o intervalo de 2010 a 2019 em quinquênios para examinar a evolução do *value relevance* no mercado financeiro durante a consolidação das novas normas contábeis. Neste cenário, os autores concluíram que as informações de lucro e patrimônio líquido são relevantes no mercado de ações brasileiro ao longo do período estudado, apresentando um nível estatístico de significância de 1%. Além disso, o coeficiente de resposta na regressão foi de 33,27%, indicando que aproximadamente um terço das variações nos preços das ações pode ser explicado pelas variações de lucro e patrimônio.

Com as análises quinquenais o padrão se consolida. Os autores percebem evolução dos coeficientes de resposta da regressão, sendo uma exceção o último período, por sofrer influência da pandemia do COVID-19. Sendo assim, os autores concluem que com a implantação das IFRS no país, há evolução da relevância das informações de lucro e patrimônio líquidos no mercado. Portanto, a avaliação se torna conveniente aos FIIs, a fim de verificar se tais informações financeiras também são relevantes ao mercado de fundos.

2.2 Fatores que influenciam as cotas dos fundos de investimento imobiliário

A revisão da literatura proposta por Silva e França (2023) apresenta alguns estudos que buscaram verificar as variáveis que afetam a variação do preço das cotas dos FIIs. Nesta perspectiva, utilizou-se os estudos apresentados naquela revisão, que identificaram nível de significância estatística de 1% e 5% das variáveis selecionadas com os retornos dos fundos. Inicialmente, cabe esclarecer que foram apresentados seis estudos com o objetivo proposto, mas que nem todas as variáveis dos estudos apresentaram nível de significância estatística. Assim, segue-se a contextualização das variáveis tidas como significantes para os FIIs.

Scolese *et al.* (2015) considerou como objetivo analisar o comportamento dos fundos de investimentos imobiliário em relação aos índices do mercado financeiro brasileiro, incluindo

renda fixa, renda variável e o segmento imobiliário, visando identificar seu estilo e desempenho. A amostra foi composta por 15 fundos imobiliários listados na bolsa que foram negociados durante os 51 meses entre janeiro de 2011 e março de 2015. Os resultados da pesquisa mostraram que o log dos retornos dos fundos de investimento imobiliário é influenciado pelo mercado de renda fixa, representado pelos índices de IRF-M (Índice de Renda Fixa do Mercado) e IMA-B 5 (Índice de Mercado ANBIMA formado por NTN-Bs com vencimento em 5 anos), e pelo mercado acionário.

Em relação aos índices de renda variável, o IBOV (Índice Bovespa) e o IDIV (Índice Dividendos BM&FBOVESPA) apresentaram significância estatística ao nível de 1%. Esses achados confirmam a natureza híbrida dos fundos imobiliários, conforme descrito na literatura, e sua correlação com o IBOV sugere que os investidores podem obter benefícios de diversificação. A influência do IGMI-C (Índice Geral do Mercado Imobiliário - Comercial), que representa o retorno do mercado imobiliário de imóveis comerciais, foi significativa, confirmando o caráter híbrido dos FIIs em relação ao mercado de renda fixa e variável, mesmo sendo lastreados em ativos reais considerados seguros (SCOLESE *et al.*, 2015).

No mesmo ano, Maia e Souza (2015) desenvolveram estudo na tentativa de compreender como o mercado de FIIs evoluiu no Brasil, bem como identificar os fatores que podem influenciar o preço de suas cotas, os riscos e oportunidades envolvidas. A amostra da pesquisa abrange os FIIs participantes do IFIX (Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários), no período de dezembro de 2010 a junho 2014. Os fatores escolhidos para averiguar a influência foram a SELIC (taxa básica de juros), o IGMI-C e o IBOV. Os autores apresentam em seus resultados que a SELIC e o IGMI-C são estatisticamente significativos ao nível de 1%. Contudo, o IBOV não apresentou significância estatística para o modelo.

Em relação ao nível de explicação do modelo, as variáveis SELIC e IGMI-C conseguiram explicar 94,43% das variações do IFIX. Entretanto, o movimento entre as variáveis é inverso. A SELIC possui correlação negativa com o IFIX, indicando que quando se aumenta a taxa básica de juros, a precificação de fechamento do índice tende a cair. Mas, o IGMI-C possui correlação positiva com o IFIX, assim entende-se que o seu aumento ou reajuste na precificação por meio desse índice causa efeitos positivos no fechamento do IFIX, contribuindo significativamente para seu aumento. Os autores explicam que para minimizar os impactos do aumento da SELIC, os FIIs costumam aumentar o pagamento de rendimentos.

Yokoyama, Sarlo Neto e Cunha (2016) estudaram se as características distintivas dos mercados de títulos podem explicar o retorno dos FIIs, a fim de avaliá-los como um investimento alternativo. O corte temporal de análise compreendeu o período de 2008 a 2014.

A amostra do estudo contemplou 37 FIIs ativos na B3. Então, os autores utilizaram três variáveis para analisar a possibilidade de explicação dos retornos dos fundos, sendo: RRE, variação mensal do retorno do mercado imobiliário; RS, variação mensal do retorno de fechamento do índice de ações; RB, variação mensal do retorno de um título de renda fixa.

Os autores utilizaram o método de ortogonalização para considerar na regressão principal apenas os resíduos de cada regressão das variáveis individuais, entendendo que se extraiu a parte não explicada pelas regressões, para assim buscar associação com o mercado de fundos imobiliários. Apresentando os resultados da regressão, os autores puderam constatar que há influência significativa ao nível de 5% entre o retorno da carteira hipotética dos FIIs e os mercados de ações, representado pelo IBRX (Índice Brasil 100) e imobiliário representado pelo IGMI-C. Contudo, não foi identificada influência significativa com o mercado de renda fixa, representado pela NTN-B 2025 (Notas do Tesouro Nacional Série B com vencimento em 2025). O R2 da regressão apontou uma taxa de explicação da variável principal em 16%.

Os resultados apontam que o mercado de FIIs no Brasil possuem uma estrutura de retorno que não se explica com apenas três mercados de ativos diferentes, mas firma-se a possibilidade de outras variáveis macroeconômicas serem responsáveis pela influência no retorno dos fundos. Cabe ressaltar que o estudo conta com uma amostra menor do que é possível coletar atualmente, em razão da expansão do mercado de fundos imobiliários nos últimos cinco anos.

Oliveira e Milani (2020) procuraram definir as variáveis que possivelmente explicam o retorno dos Fundos de Investimentos Imobiliários brasileiros, entre 2012 e 2017. A variável dependente do estudo foi o retorno do IFIX. As variáveis explicativas para tentar se chegar ao nível de significância estatística relevante foram a SELIC, INPC (Índice Nacional de Preços ao Consumidor), IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo) e IGP-M (Índice Geral de Preços do Mercado), IBOV, IMOB (Índice Imobiliário), FIPEZAP Comercial e Residencial (Índice Fipezap). Em relação às regressões estatísticas que determinariam alguma explicação, os autores atestaram que as variáveis IBOV, IPCA e INPC foram significativas ao nível de 5%.

Contudo, ao avaliar a multicolinearidade dos dados, a regressão se tornou espúria. Dessa forma, houve a estimação de novas regressões, alternando as variáveis IPCA e INPC, mas que não apresentaram significância estatística. Logo, os resultados confirmam que o IBOV consegue apresentar um coeficiente de 0,2433 de influência sobre o IFIX, tendo 20,30% da sua variação explicada por esta variável.

Dias e Silva (2021) examinaram o contexto dos FIIs e as variáveis que explicaram seus retornos no período entre 2017 e 2021. Para alcançar este objetivo os autores utilizaram o

retorno do IFIX como variável dependente, representando a rentabilidade dos fundos. As variáveis explicativas foram divididas em três possibilidades: influência macroeconômica, inflacionária e de mercado. Dessa forma, como medida de análise quanto a influência macroeconômica, definiu-se a SELIC, e medidas inflacionárias o IGP-M e o IPCA. Além disso, como medida de mercado, utilizou-se o IMOB e o IBOV.

Com a metodologia aplicada, a regressão principal conseguiu atingir o nível de determinação de 56,4%. O IMOB conseguiu se destacar na regressão tendo como peso de representação da variação do IFIX em 14% e nível de significância estatística de 5%. O IBOV apresentou significância estatística de 10% no estudo. Entretanto, o IPCA, a SELIC e o IGP-M não apresentaram significância estatística para o período amostral. Considerando o período em que o estudo foi realizado, há de se considerar impacto relacionado a COVID -19.

Ramalho e Hercos Júnior (2022) evidenciaram as novas classificações da ANBIMA e buscaram verificar se essas novas classificações apresentam alguma influência na rentabilidade dos FIIs. As principais vertentes de direcionamento dos fundos selecionadas para o estudo foram “tipo de gestão” e “estratégia”. O período de estudo compreendeu o ano de 2019, que foi marcado por aumento do PIB (Produto Interno Bruto) em 1,1%, valorização do IBOV em 31,58% e do IFIX em 35,98%. A amostra final contou com 114 observações. A variável dependente que os autores selecionaram foi a rentabilidade, calculando o retorno dos FIIs em 2019.

As variáveis de controle selecionadas foram o patrimônio líquido do FII logaritimizado, tipo de gestão, estratégia de renda, administrador (quando possui menos de 5 fundos sob responsabilidade e quando possui mais que 5 fundos sob administração). Para o modelo de regressão, as variáveis estatisticamente significativas foram Patrimônio, renda e administração 5, explicando o retorno anual dos FIIs em 21,38%. Os autores concluíram que o tipo de gestão do fundo não foi determinante para apontar o nível de rentabilidade dos fundos.

Com o intuito de examinar a relevância das informações financeiras de lucro líquido (financeiro e contábil) e patrimônio líquido dos fundos de investimento imobiliário no Brasil, este estudo utilizará o modelo de Ohlson (1995), adaptado por Collins, Maydew e Weiss (1997) como referência, com a devida adaptação para o mercado em questão. Com base nas publicações sobre FIIs no Brasil, há determinação das principais variáveis que afetam o preço das cotas, além disso as conexões entre os dados de mercado e os fundos de investimento imobiliário.

Como já mencionado, este estudo pretende analisar, de forma complementar, se na presença dos principais fatores que influenciam o retorno das cotas dos FIIs no Brasil, o *value*

relevance das informações financeiras de lucro e patrimônio líquidos é afetado. De semelhante modo, Martins, Machado e Machado (2013) analisaram o *value relevance* para informações de Leasing Operacional, utilizando-se da estratégia adotada neste estudo. Com base nisto, formula-se a hipótese de pesquisa:

H1: Há *value relevance* nas informações financeiras de lucro (financeiro e contábil) e patrimônio líquidos no retorno dos FIIs.

3. METODOLOGIA

3.1 Coleta de Dados

Na coleta de dados desta pesquisa, foi utilizada a técnica de análise de dados secundários. As informações necessárias para análise foram coletadas por meio da plataforma Economatica, além de acesso aos formulários de referência dos fundos que apresentaram resultados significativos no estudo descritivo. Os dados numéricos coletados têm periodicidade trimestral, iniciando no primeiro trimestre de 2017 e finalizando no quarto trimestre de 2023. O período se justifica na disponibilidade de dados das informações financeiras dos FIIs pela CVM, por meio do FUNDOS.NET, que é a plataforma de cadastro das demonstrações financeiras dos FIIs no órgão regulador, bem como pela quantidade de fundos ativos na amostra. Os dados foram organizados em planilha eletrônica para facilitar o processo de análise. Em relação aos formulários de referência, a consulta foi realizada no sítio eletrônico da CVM.

3.2 População e Amostra

A população de interesse são os fundos de investimento imobiliários ativos presentes na Bolsa, Brasil e Balcão (B3). Desta população, utiliza-se os FIIs que possuem cotas negociadas no mercado secundário e com todos os dados necessários para análise do estudo. Sendo assim, dos 1006 fundos imobiliários cadastrados na Anbima, apenas 416 são listados na B3 em abril de 2024. Destes, os FIIs que apresentaram cotação inicial antes do 1T2017 e após o 4T2023 totalizaram 87 fundos. Ainda, retirou-se deste quantitativo os fundos sem divulgação de lucro (financeiro e contábil) e patrimônio líquidos no 1T2017, a fim de retirar da amostra fundos com ausência de dados para análise. Portanto, com todos os filtros mencionados chegou-se à amostra final de 83 fundos para estudo, conforme tabela 1.

Tabela 1 - Definição da amostra final do estudo

Descrição	Quantidade de fundos
Quantidade de fundos imobiliários ativos listados na B3	1006
Fundos imobiliários sem negociação no mercado secundário	(590)
Fundos sem data de cotação antes de 31/12/2016 e depois de 01/04/2024	(325)
Fundos sem informações financeiras no 1T2017	(8)
Total de fundos da amostra	83

Fonte: Economatica (2024).

3.3 Variáveis da Pesquisa

O modelo utilizado nesta pesquisa é de Collins *et al.* (1997) e como principais variáveis que o compõem há o valor de mercado, o patrimônio e o lucro líquidos. Para o presente estudo, são realizadas diferentes regressões para responder à questão de pesquisa e as hipóteses levantadas no referencial teórico. Sendo assim, subdivide-se as variáveis desta pesquisa em dependentes e independentes, em que a estas são acrescentadas as variáveis de controle. O acréscimo das variáveis de controle mencionadas na sessão anterior se faz necessário para averiguar se estas variáveis influenciam o comportamento do *value relevance* das informações financeiras do estudo.

3.3.1 Variável dependente

A variável dependente neste estudo é o retorno do preço de fechamento das cotas dos fundos imobiliários, ajustado por proventos, no período $t+1$. O retorno proposto é calculado trimestralmente, envolvendo o fechamento da cota do FII no final do trimestre em relação ao fechamento da cota no trimestre anterior, utilizando a variação pura da cota durante o período. Para o estudo de relevância, foi proposto ajuste temporal das variáveis. Abaixo, apresenta-se a fórmula utilizada para definir a variável:

$$RFII_{t+1} = \left(\frac{\text{Preço da cota ajustada no período } t}{\text{Preço da cota ajustada no período } t-1} \right) - 1 \quad (\text{Equação 1})$$

3.3.2 Variáveis independentes

3.3.2.1 Variáveis para *Value Relevance*

De acordo com as proposições de Ohlson (1995) e a simplificação fornecida por Collins *et al.* (1997), a avaliação do valor de mercado das empresas pode ser articulada em função do lucro e do valor contábil, com a devida adaptação das variáveis na equação para refletir a quantidade de ações da empresa em questão. O intuito subjacente a essa abordagem é a análise da relevância das informações contábeis de lucro (seja ele de natureza financeira ou contábil) e patrimônio líquido no que concerne ao retorno dos Fundos de Investimento Imobiliários (FIIs) no cenário brasileiro. Os resultados obtidos por meio dessa análise têm o potencial de fornecer orientações valiosas tanto para investidores quanto para instituições reguladoras, no sentido de esclarecer a necessidade de aprimoramentos no processo de divulgação adotado pelos FIIs.

Neste estudo, as variáveis que constituem a análise de *value relevance* englobam as informações financeiras de lucro, tanto na esfera financeira quanto contábil, e patrimônio líquidos. Em um esforço para neutralizar o impacto que o tamanho de diferentes fundos imobiliários pode exercer nos resultados, optou-se pela normalização dessas variáveis em relação às cotas dos FIIs. Dessa maneira, busca-se atenuar a influência do volume financeiro nos resultados, especialmente em casos envolvendo grandes fundos imobiliários. A composição detalhada dessas variáveis é minuciosamente apresentada na tabela 2 subsequente:

Tabela 2 – Variáveis para Value Relevance

Variável	Operacionalização	Fonte
PLCC	Patrimônio líquido do fundo no período t dividido pela quantidade de cotas no período t , subtraído do lucro contábil por cota no período t .	Collins <i>et al.</i> (1997)
PLCF	Patrimônio líquido do fundo no período t dividido pela quantidade de cotas no período t , subtraído do lucro financeiro por cota no período t .	
LLFC	Lucro líquido financeiro do fundo no período t dividido pela quantidade de cotas no período t .	
LLCC	Lucro líquido contábil do fundo no período t dividido pela quantidade de cotas no período t .	

Fonte: Elaboração própria.

3.3.2.2 Variáveis de controle

Na definição das variáveis de controle deste estudo, foram consideradas como possibilidades apenas aquelas que demonstraram significância estatística nos níveis de 1% e 5% ao longo dos últimos 10 anos de pesquisa sobre Fundos de Investimento Imobiliário. O estudo de Silva e França (2023) relacionou todas as variáveis testadas no retorno das cotas de FIIs e sua significância. Essa abordagem visa identificar os fatores mais relevantes que impactam no retorno das cotas. Para proporcionar uma visão mais clara das variáveis significativas encontradas na literatura, apresenta-se a tabela 3 a seguir:

Tabela 3 – Variáveis testadas no retorno das cotas dos FIIs

Autores	Variáveis	Nível de Significância	R ² da equação
Scolese <i>et al.</i> (2015)	IMA-B 5	1%	22,67%*
	IRF-M	1%	
	IBOV	1%	
	IDIV	1%	
	IGMI-C	1%	
Maia e Souza (2015)	SELIC	1%	94,43%
	IGMI-C	1%	
Yokoyama, Sarlo Neto e Cunha (2016)	IBRX 100	5%	16,00%
	IGMI-C	5%	
Oliveira e Milani (2020)	IBOV	1%	20,30%

Dias e Silva (2021)	IMOB	5%	56,40%
Ramalho e Hercos Júnior (2022)	PL	1%	21,38%*
	Administrador 5	5%	
	Renda	5%	

* R² ajustado

Fonte: Elaboração própria.

Considerando a ordem dos estudos mais recentes listados acima, vê-se que Administrador 5 e Renda apresentaram significância estatística ao nível de 5%, estas variáveis *dummies* foram construídas considerando administradores que possuem menos de 5 fundos imobiliários sob administração e se o fundo possui estratégia para renda, respectivamente. O IBOV tem sido testado como variável de influência sob o retorno das cotas dos FIIs em pelo menos três estudos (SCOLESE *et al.*, 2015; OLIVEIRA; MILANI, 2020; DIAS; SILVA, 2021), obtendo significância estatística entre 1% e 5%. A SELIC também será considerada no estudo para fins de análise quanto à influência da taxa de juros do país na variação das cotas. Por fim, o IRF-M e o IMA-B 5 apresentaram relação com o retorno dos FIIs, sendo também incluídos no processo de análise. Sendo assim, as variáveis selecionadas como de controle estão organizadas na tabela 4:

Tabela 4 – Operacionalização das variáveis de controle

Variável	Operacionalização	Fonte
ESTR	<i>Dummy</i> que assume valor 1, se o Fundo possui estratégia de Renda e 0 caso contrário	Ramalho e Hercos Júnior (2022)
ADM5	<i>Dummy</i> que assume valor 1, se o administrador do fundo tiver menos de 5 fundos sob sua administração e 0 caso contrário	
COV2021	<i>Dummy</i> que assume valor 1, se o ano foi pandêmico e 0 caso contrário	Dias e Silva (2021)
IBOV	Retorno trimestral do Índice Bovespa no período t	Scolese <i>et al.</i> (2015), Oliveira e Milani (2020) e Dias e Silva (2021)
SELIC	Retorno trimestral da taxa básica de juros no período t	Maia e Souza (2015)
IRFM	Retorno trimestral do Índice de Renda Fixa do Mercado no período t	Scolese <i>et al.</i> (2015)
IMAB5	Retorno trimestral dos títulos IPCA com prazo acima de 5 anos no período t	Scolese <i>et al.</i> (2015)

Fonte: Elaboração própria.

3.4 Modelo Econométrico

O modelo original de *value relevance* é bem conhecido na literatura de finanças e contabilidade. Ele é usado para analisar a relação entre as informações contábeis divulgadas pelas empresas e o seu valor de mercado. Basicamente, o modelo busca determinar o quanto a divulgação de determinadas informações contábeis influencia o valor de mercado da empresa

(CAPPELLESSO; ROCHA; DANTAS, 2018). No modelo original, o valor de mercado é representado pela variável $VM_{i,t}$, enquanto o patrimônio líquido é representado por $PL_{i,t}$ e o lucro líquido é representado por $LL_{i,t}$ (OHLSON, 1995).

O modelo de *value relevance* permite que os analistas e investidores avaliem a relevância das informações contábeis divulgadas pelas empresas e utilizem essas informações para tomar decisões de investimento. Além disso, o modelo também é usado para avaliar a qualidade das informações contábeis divulgadas pelas empresas e para identificar possíveis distorções contábeis ou práticas de gerenciamento de resultados (CAPPELLESSO; ROCHA; DANTAS, 2018; DELVIZIO *et al.*, 2020). Assim, para averiguar se a precificação das cotas é influenciada pelo lucro (financeiro e contábil) e patrimônio líquidos elaborou-se as equações 2 e 3.

$$RFII_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 PLCC_{i,t} + \beta_2 LLCC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{(Equação 2)}$$

$$RFII_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 PLCF_{i,t} + \beta_2 LLFC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{(Equação 3)}$$

onde:

$RFII_{i,t+1}$: Retorno ajustado por proventos do FII i no período $t+1$;

$PLCC_{i,t}$: Patrimônio Líquido por cota do FII i no período t , subtraído do lucro contábil por cota no período t ;

$LLCC_{i,t}$: Lucro Líquido Contábil por cota do FII i no período t ;

$PLCF_{i,t}$: Patrimônio Líquido por cota do FII i no período t , subtraído do lucro financeiro por cota no período t ;

$LLFC_{i,t}$: Lucro Líquido Financeiro por cota do FII i no período t ;

$\varepsilon_{i,t}$: Termo de erro da equação.

As equações 2 e 3 representam uma regressão linear, em que o retorno ajustado por proventos do FII ($RFII_{i,t+1}$), conforme equação 1, é modelado como uma função do patrimônio líquido por cota do FII ($PLCC_{i,t}$) i no período t , subtraído do lucro contábil por cota no período t , bem como do patrimônio líquido por cota do FII ($PLPC_{i,t}$) i no período t , subtraído do lucro financeiro por cota no período t , do lucro líquido financeiro por cota do FII ($LLFC_{i,t}$) i no período t e do lucro líquido contábil por cota do FII ($LLCC_{i,t}$) i no período t , $\varepsilon_{i,t}$. As equações buscam testar a hipótese de que as informações financeiras de lucro líquido (financeiro e contábil) e patrimônio são relevantes para explicar o retorno das cotas dos FIIs. Esse modelo ajudará a responder a hipótese do presente estudo.

Contudo, como apresentado na revisão de literatura desta pesquisa, os FIIs sofrem influência de diversas variáveis macroeconômicas. Nesta perspectiva, elaborou-se as equações 4 e 5, que pretendem avaliar se a relação entre o retorno ajustado da cota do FII i , no período t e as variáveis de controle do estudo afetam o nível de *value relevance* das informações financeiras dos FIIs, conforme exposto no ponto 3.2.2.2. Esta estratégia tomou por base o estudo de Martins, Machado e Machado (2013), que também averiguaram se na presença das variáveis de controle do estudo o poder de explicação da equação sofre impactos.

$$RFII_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 PLCF_{i,t} + \beta_2 LLFC_{i,t} + \beta_3 ESTR_i + \beta_4 ADM5_i + \beta_5 IBOV_t + \beta_6 SELIC_t + \beta_7 IRFM_t + \beta_8 IMAB5_t + \beta_9 COV2021 + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{Equação 4})$$

$$RFII_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 PLCC_{i,t} + \beta_2 LLCC_{i,t} + \beta_3 ESTR_i + \beta_4 ADM5_i + \beta_5 IBOV_t + \beta_6 SELIC_t + \beta_7 IRFM_t + \beta_8 IMAB5_t + \beta_9 COV2021 + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{Equação 5})$$

Onde:

$RFII_{i,t+1}$: Retorno ajustado por proventos do FII i no período $t+1$;

$PLCF_{i,t}$: Patrimônio Líquido por cota do FII i no período t , subtraído do lucro financeiro por cota no período t ;

$PLCC_{i,t}$: Patrimônio Líquido por cota do FII i no período t , subtraído do lucro contábil por cota no período t ;

$LLFC_{i,t}$: Lucro Líquido Financeiro por cota do FII i no período t ;

$LLCC_{i,t}$: Lucro Líquido Contábil por cota do FII i no período t ;

$ESTR_i$: *Dummy* para a estratégia adotada;

$ADM5_i$: *Dummy* para administradores com menos de 5 fundos sob administração;

$IBOV_t$: Retorno do IBOV no período t ;

$SELIC_t$: Retorno da SELIC no período t ;

$IRFM_t$: Retorno do IRF-M no período t ;

$IMAB5_t$: Retorno do IMA-B 5 no período t ;

$COV2021$: *Dummy* para período pandêmico;

$\varepsilon_{i,t}$: Termo de erro.

4. RESULTADOS

4.1 Estatísticas Descritivas

Assim como as ações, os fundos imobiliários apresentam diversas segmentações de mercado, abrangendo distintas esferas de atividades imobiliárias. Neste contexto, a ANBIMA, em sua deliberação nº. 62, de 22 de junho de 2015, categoriza os FIIs em 11 segmentos, organizados de acordo com as atividades desenvolvidas pelos fundos ou com a maior participação de receita proveniente dessas atividades no total da receita do fundo. Esta abordagem estratégica facilita a identificação de comportamentos distintos entre os fundos, proporcionando aos investidores uma compreensão clara do segmento de atuação, seus riscos e oportunidades. Logo, a tabela 5 apresenta a distribuição dos fundos imobiliários da amostra em seus segmentos de atividades.

Tabela 5 – Estatística da amostra quanto ao segmento de atuação

Segmentos	Fundos imobiliários	% Participação amostra
Lajes Corporativas	25	30,12%
Híbrido	16	19,28%
Títulos e Valores Mobiliários	15	18,07%
Shoppings	10	12,05%
Outros	7	8,43%
Logística	4	4,82%
Hospital	2	2,41%
Residencial	2	2,41%
Hotel	1	1,20%
Sem classificação ¹	1	1,20%
Total	83	100%

¹ Um fundo da amostra não realizou cadastro de seu segmento de atuação no sistema SI-ANBIMA.

Fonte: Economatica (2024).

A Tabela 5 destaca a distribuição dos segmentos de atuação entre os fundos analisados na amostra final. Nota-se que os fundos destinados a lajes corporativas lideram a representatividade, totalizando 30,12%, seguidos pelos fundos híbridos, que compreendem 19,28% da amostra, enquanto os fundos relacionados a Títulos e Valores Mobiliários representam 18,07%. Juntos, esses três segmentos abrangem 67,47% da amostra. Esta diversidade de classificações pode sugerir diferentes padrões de comportamento nos resultados para cada categoria de FIIs.

Em relação às variáveis selecionadas para os modelos econométricos, foi realizada análise de estatística descritiva, conforme evidenciado na Tabela 6. O propósito desta

abordagem foi caracterizar essas variáveis e salientar suas especificidades no contexto do mercado de fundos imobiliários. A amostra colhida gerou 2.324 observações, abrangeu o período de janeiro de 2017 a dezembro de 2023, como detalhado na seção metodológica deste trabalho.

Tabela 6 – Estatística descritiva da amostra

Estatísticas	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
RFII	2.324	1,696675	11,959731	-25,000000	32,000000
IBOV	2.324	3,824664	13,578269	-36,860000	30,180000
SELIC	2.324	1,721175	22,518689	-41,100000	56,600000
IRFM	2.324	3,321910	2,190604	-2,800000	6,220000
IMAB5	2.324	2,413055	1,526101	-0,700000	5,180000
PLCC	2.050	147,417220	166,594551	2,620000	997,600000
PLCF	2.044	145,738997	162,634842	2,620000	999,590000
LLFC	2.324	5,934105	12,230463	-0,950000	61,570000
LLCC	2.324	7,190994	18,189909	-20,070000	83,780000

Fonte: Elaboração própria.

A variável dependente do estudo (RFII), quantificada pelo retorno trimestral dos FIIs, apresentou uma média de retorno de 1,69% nos fundos imobiliários, com um desvio padrão de 11,95% em relação à média, conforme tabela 6. Isto indica que a variação no preço das cotas dos FIIs tende a oscilar em torno de 11,95%, com base na amostra coletada neste estudo. No período analisado, o Retorno do IBOV obteve uma média de 3,82%, com um desvio padrão de 13,57%, próximo ao desvio padrão do retorno dos FIIs. A taxa básica de juros (SELIC) apresentou uma média de variação de 1,72% e um desvio padrão de 22,51%.

A considerável distância entre o desvio padrão da SELIC e a média é atribuída não apenas à pandemia, mas também à necessidade de equilibrar a inflação e o consumo. O Índice de Renda Fixa do Mercado (IRF-M) apresentou oscilação média de 3,32%. No entanto, o desvio padrão no período foi controlado, não apresentando grandes distanciamentos em relação à média. Já o IMA-B 5 possui variação média de 2,41%, alcançando desvio padrão de 1,52%, resultado ainda menor que os principais indexadores de renda fixa.

As variáveis utilizadas para medir o *value relevance* das informações financeiras dos FIIs foram PLCC, PLCF, LLFC e LLCC. O PLCC apresentou média de R\$ 147,42 no período, porém há considerável desvio dos resultados em relação à média. Apesar do nivelamento do patrimônio líquido (PL) dos fundos imobiliários pelo número de cotas emitidas, o desvio padrão da variável foi de 166,59%, o que demonstra grande variabilidade no patrimônio líquido dos fundos integrantes da amostra. O PLFC apresentou média de R\$ 145,73 no período e, também, considerável desvio dos resultados em relação à média.

O Lucro Líquido Financeiro por cota (LLFC) e o Lucro Líquido Contábil por cota (LLCC) apresentaram resultados próximos, o que demonstra que os regimes de competência e de caixa adotados pelos FIIs não possuem diferença considerável em suas grandezas numéricas. Sendo assim, a média das variáveis foi de R\$ 5,93 e R\$ 7,19, respectivamente. Enquanto o desvio padrão da amostra atingiu 12,23% para LLFC e 18,18% para LLCC. Desta forma, assim como o PL, os lucros também apresentam variabilidade entre os fundos, demonstrando que a amostra possui diferentes tamanhos de fundos na composição.

A Tabela 7 exibe as correlações de Pearson entre as variáveis definidas no escopo da pesquisa. Inicialmente, destaca-se que o RFII apresenta uma correlação significativa com IBOV (-22%), COV2021 (-0,11). Consultando os seis estudos referenciados sobre os fatores que impactam as cotas dos FIIs, apenas Dias e Silva (2021) fornecem uma tabela de correlação entre as variáveis, identificando uma correlação elevada (0,7) entre o retorno do IFIX e o IBOV.

As correlações entre o retorno dos FIIs e o IBOV podem ser justificadas pela influência exercida pelo mercado acionário sobre esses fundos, muitas vezes tornando os FIIs ativos de equilíbrio nas carteiras de investimentos devido ao seu baixo risco (beta menor que 1). Vale ressaltar que a correlação é negativa, sugerindo que, se o IBOV apresentar alta, os FIIs poderão acompanhar esta tendência inversamente. No entanto, a verdadeira extensão da influência entre essas variáveis será examinada na próxima seção.

Tabela 7 - Correlação de Pearson

	RFII	IBOV	SELIC	IRFM	IMAB5	PLCC	PLFC	LLFC	LLCC	COV 2021
RFII	1									
IBOV	-0,22	1								
SELIC	-0,088	-0,22	1							
IRFM	0,086	-0,5	-0,46	1						
IMAB5	0,0057	0,59	-0,26	0,69	1					
PLCF	0,028	0,0014	-0,03	0,0078	0,0019	1				
PLCC	0,026	0,012	-0,035	0,018	0,015	1	1			
LLFC	0,043	0,0098	-0,091	0,055	0,033	0,52	0,53	1		
LLCC	0,0026	0,049	-0,11	0,05	0,039	0,38	0,34	0,72	1	
COV2021	-0,11	-0,14	0,38	-0,5	-0,36	-0,01	-0,0028	-0,072	-0,068	1

Fonte: dados da pesquisa.

As variáveis centrais deste estudo, PLCC, PLFC, LLFC e LLCC, demonstram baixa correlação com o retorno dos fundos imobiliários na amostra, sugerindo que, em geral, seus aumentos ou reduções podem não ter um impacto significativo no preço das cotas. Vale salientar que a diversidade de segmentos dentro da amostra pode influenciar esses resultados e as correlações entre as variáveis. No entanto, a intenção é analisar os fundos imobiliários de

maneira abrangente, enquanto sugere-se que pesquisas futuras explorem estratégias de análise mais individualizadas por segmento.

A variável ESTR revela uma correlação de -20% com ADM5 e 21% com PLPC. Isso sugere que fundos com estratégia de renda tendem a ter mais de cinco fundos sob administração. Além disso, adotar essa estratégia parece contribuir positivamente para o patrimônio líquido do fundo. É possível que fundos com estratégia de renda tenham um PLPC mais elevado em comparação com aqueles que adotam outras abordagens de mercado. Esta hipótese pode ser confirmada pela correlação entre ADM5 e PLPC (-15%), indicando que fundos com administradoras que possuem mais de cinco fundos sob administração tendem a ter um patrimônio menor.

Observa-se ainda que os patrimônios e lucros testados no estudo são correlacionados, sugerindo que um fundo lucrativo pode contribuir para o aumento do patrimônio líquido. É percebido que há alta correlação entre os lucros, o que sugere que estas variáveis estão estatisticamente associadas. Embora essa correlação indique uma relação, os modelos de regressão na próxima seção fornecerão resultados mais robustos e detalhados para confirmar tal associação.

4.2 Análise dos Modelos de Regressão

Conforme mencionado na sessão de metodologia deste trabalho, utilizou-se regressão linear de dados em painel para realização das estimações dos coeficientes e indicadores estatísticos necessários para responder a hipótese de pesquisa. Utilizou-se a modelagem por Efeito Fixo (EF) por se adequar ao parâmetro de dados coletados, bem como controlar os fatores não observados, pois são significantes na estrutura de dados realizada.

Neste sentido, considerando que a estimação mais adequada das equações propostas é por efeito fixo, realizou-se as regressões determinadas na metodologia. Com o objetivo de examinar a importância das informações financeiras, incluindo lucro (tanto financeiro quanto contábil) e patrimônio líquido, para os fundos imobiliários no Brasil e destacar o impacto dessas variáveis em seus retornos, realizou-se a estimação dos modelos econométricos propostos nas Equações 2 e 3. Os resultados dessas estimativas estão detalhados na figura 1.

Figura 1 - Estimação Equações 2 e 3

PanelOLS Estimation Summary

```

=====
Dep. Variable:          RFII_w  R-squared:              0.0190
Estimator:             PanelOLS R-squared (Between):    0.2730
No. Observations:     2044     R-squared (Within):     0.0008
Date:                 Mon, Apr 22 2024 R-squared (Overall):    0.0190
Time:                 17:27:37   Log-likelihood          -7956.0
Cov. Estimator:       Clustered

Entities:              78      F-statistic:            19.725
Avg Obs:              26.205   P-value                 0.0000
Min Obs:              5.0000   Distribution:            F(2,2042)
Max Obs:              28.000   F-statistic (robust):   17.645
Time periods:         28      P-value                 0.0000
Avg Obs:              73.000   Distribution:            F(2,2042)
Min Obs:              64.000
Max Obs:              78.000
    
```

Parameter Estimates

```

=====
                Parameter  Std. Err.   T-stat   P-value   Lower CI   Upper CI
-----
PL_LFC_w        0.0024    0.0017    1.4033   0.1607   -0.0009    0.0057
LLFC_w          0.2662    0.0869    3.0634   0.0022    0.0958    0.4367
    
```

PanelOLS Estimation Summary

```

=====
Dep. Variable:          RFII_w  R-squared:              0.0141
Estimator:             PanelOLS R-squared (Between):    0.2766
No. Observations:     2050     R-squared (Within):     0.0018
Date:                 Mon, Apr 22 2024 R-squared (Overall):    0.0141
Time:                 17:28:17   Log-likelihood          -7977.7
Cov. Estimator:       Clustered

Entities:              78      F-statistic:            14.682
Avg Obs:              26.282   P-value                 0.0000
Min Obs:              4.0000   Distribution:            F(2,2048)
Max Obs:              28.000   F-statistic (robust):   9.3458
Time periods:         28      P-value                 0.0001
Avg Obs:              73.214   Distribution:            F(2,2048)
Min Obs:              65.000
Max Obs:              78.000
    
```

Parameter Estimates

```

=====
                Parameter  Std. Err.   T-stat   P-value   Lower CI   Upper CI
-----
PL_LCC_w        0.0071    0.0017    4.3228   0.0000    0.0039    0.0104
LLCC_w          -0.0464   0.0273   -1.7010   0.0891   -0.0999    0.0071
    
```

Fonte: dados da pesquisa.

Verifica-se que no modelo 2, estimado por EF, as variáveis apresentam poder de explicação de 1,9%, entretanto, o teste F indica que a variável LLFC possui significância estatística ao nível de 1%. Além disto, é possível analisar que o PLCF possui significância estatística ao nível de 1%, mas o R² da equação 3 apresentou poder de explicação de 1,41%.

Assim, conclui-se que as principais variáveis de estimação não possuem poder de explicação razoável sobre o retorno dos FIIs.

Adicionalmente, buscou-se verificar o comportamento das variáveis de VR nas regressões quando estão acompanhadas dos principais indicadores que influenciam o retorno dos FIIs. Para tal propósito, foram formuladas as equações 4 e 5, visando identificar o efeito dessas variáveis no retorno dos fundos. Esta estimativa foi considerada para fins de comparabilidade com os autores citados no referencial. Sendo assim, a figura 2 apresenta as estimações.

Figura 2 - Estimação Equações 4 e 5

PanelOLS Estimation Summary						
Dep. Variable:	RFII_w	R-squared:		0.1121		
Estimator:	PanelOLS	R-squared (Between):		0.0043		
No. Observations:	2044	R-squared (Within):		0.1137		
Date:	Mon, Apr 22 2024	R-squared (Overall):		0.1121		
Time:	17:29:39	Log-likelihood		-7833.2		
Cov. Estimator:	Clustered					
		F-statistic:		32.101		
Entities:	78	P-value		0.0000		
Avg Obs:	26.205	Distribution:		F(8,2035)		
Min Obs:	5.0000					
Max Obs:	28.000	F-statistic (robust):		21.864		
		P-value		0.0000		
Time periods:	28	Distribution:		F(8,2035)		
Avg Obs:	73.000					
Min Obs:	64.000					
Max Obs:	78.000					
Parameter Estimates						
	Parameter	Std. Err.	T-stat	P-value	Lower CI	Upper CI
PL_LFC_w	-0.0006	0.0017	-0.3741	0.7084	-0.0039	0.0026
LLFC_w	0.1981	0.0890	2.2262	0.0261	0.0236	0.3726
Estrategia[T.0]	-1.4769	0.6658	-2.2183	0.0266	-2.7826	-0.1712
Estrategia[T.1]	-2.0335	0.6754	-3.0109	0.0026	-3.3580	-0.7090
Administrador[T.1]	0.6190	0.4887	1.2668	0.2054	-0.3393	1.5774
IBOV_w	-0.3272	0.0288	-11.357	0.0000	-0.3837	-0.2707
SELIC_w	-0.0288	0.0095	-3.0487	0.0023	-0.0474	-0.0103
IRFM_w	1.0314	0.1502	6.8652	0.0000	0.7367	1.3260
IMAB5_w	0.7260	0.2433	2.9841	0.0029	0.2489	1.2031

PanelOLS Estimation Summary

```

=====
Dep. Variable:          RFII_w  R-squared:              0.1072
Estimator:             PanelOLS R-squared (Between):    0.0411
No. Observations:     2050    R-squared (Within):     0.1111
Date:                 Mon, Apr 22 2024 R-squared (Overall):    0.1072
Time:                 17:30:06   Log-likelihood          -7855.1
Cov. Estimator:       Clustered

                               F-statistic:              30.643
Entities:              78      P-value                 0.0000
Avg Obs:               26.282  Distribution:           F(8,2041)
Min Obs:               4.0000
Max Obs:               28.000  F-statistic (robust):   21.506
                               P-value                 0.0000
Time periods:         28      Distribution:           F(8,2041)
Avg Obs:               73.214
Min Obs:               65.000
Max Obs:               78.000
    
```

Parameter Estimates

```

=====
                Parameter  Std. Err.    T-stat    P-value    Lower CI    Upper CI
-----
PL_LCC_w        0.0023    0.0017     1.3646    0.1725    -0.0010    0.0057
LLCC_w         -0.0303    0.0255    -1.1896    0.2343    -0.0803    0.0197
Estrategia[T.0] -1.2617    0.6677    -1.8898    0.0589    -2.5711    0.0477
Estrategia[T.1] -1.8131    0.6946    -2.6103    0.0091    -3.1753    -0.4509
Administrador[T.1] 0.5293    0.5081     1.0418    0.2976    -0.4671    1.5257
IBOV_w         -0.3227    0.0283   -11.405    0.0000    -0.3782    -0.2672
SELIC_w        -0.0302    0.0096    -3.1271    0.0018    -0.0491    -0.0112
IRFM_w         1.0223    0.1482     6.8997    0.0000     0.7317    1.3129
IMAB5_w        0.7293    0.2471     2.9516    0.0032     0.2447    1.2139
=====
    
```

Fonte: dados da pesquisa.

Os resultados das equações 4 e 5 indicam poder de explicação maior que as regressões que continham apenas as variáveis contábeis. Nestes resultados, é possível visualizar que a equação 4 consegue explicar 11,21% da variação do retorno dos fundos, enquanto a equação 5 apresenta poder de explicação de 10,72%. Nas equações, nenhuma das variáveis contábeis apresentam significância estatística para influenciar o retorno dos FIIs contidos na amostra. As variáveis estatisticamente significativas ao nível de 1%, foram IBOV, SELIC, IRFM e IMAB5, confirmando que há influência de mercados de renda variável e fixa no retorno dos fundos.

Este resultado sobre a alta correlação entre IBOV e retorno dos FIIs corrobora os achados de Scolese *et al.* (2015), que apontaram que no modelo de regressão desenvolvido em seu estudo, o IBOV atingiu um nível de significância de 1%. Por outro lado, o IRFM também exibe uma influência positiva sobre a variável RFII, com uma significância estatística de 1%. É relevante destacar que esta relação é evidenciada pelo coeficiente de variação de 103%, justificando os retornos dos fundos. Em consonância com as afirmações de Scolese *et al.*

(2015), que explicaram o resultado como um reflexo antecipado das taxas de juros praticadas no mercado, sendo uma possível *proxy* para análise do investimento em FIIs.

Quando incorporadas as variáveis de controle na regressão, observou-se um aumento significativo no poder explicativo do modelo, indicando a possibilidade de que o mercado avalie os investimentos em FIIs sob a perspectiva dos movimentos de índices econômicos, sugerindo que as informações financeiras podem não ser tão determinantes na tomada de decisão. As diferentes estimações corroboram na perspectiva de que o investimento em FIIs pode possuir uma tendência de análise macroeconômica e não tanto fundamentalista.

Contudo, como mencionado anteriormente, os fundos imobiliários englobam uma variedade de segmentos, cada um sujeito a diferentes variáveis de mercado e exibindo distintos aspectos na evidenciação de informações operacionais. Dessa forma, considerando a possibilidade de os investidores analisarem esses segmentos de maneira divergente, a regressão 2 foi recalculada para os quatro segmentos mais representativos da amostra, conforme apresentado na Tabela 5. A escolha desta regressão se deve ao fato de os resultados dos lucros serem semelhantes e não apresentarem mudanças significativas nos resultados.

O segmento mais representativo do conjunto de dados selecionados é o de Lajes Corporativas. Este segmento é caracterizado pela atuação em atividades de escritórios, conforme regulamentado pelo Conselho de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento da ANBIMA. A Deliberação nº. 62 deste Conselho estabelece os segmentos de atuação dos FIIs, além de especificar as alocações de ativos de investimentos para cada segmento. Seguindo esta deliberação, 2/3 do patrimônio líquido do fundo devem ser alocados em escritórios para ser categorizado como Laje Corporativa.

Portanto, foi conduzida a regressão da equação 2 para verificar a relevância das informações financeiras nesse segmento. Conforme evidenciado na Figura 3, as informações financeiras de lucro e patrimônio líquidos não demonstram relevância na influência do retorno dos fundos deste segmento. A ausência de significância estatística respalda no baixo poder de influência, a regressão não conseguiu atingir 2% de explicação do retorno dos FIIs.

Figura 3 - Resultados regressão EF amostra lajes corporativas

PanelOLS Estimation Summary						
Dep. Variable:	RFII_w	R-squared:		0.0197		
Estimator:	PanelOLS	R-squared (Between):		-0.1328		
No. Observations:	587	R-squared (Within):		0.0270		
Date:	Mon, Apr 22 2024	R-squared (Overall):		0.0197		
Time:	17:31:14	Log-likelihood		-2281.4		
Cov. Estimator:	Clustered					
		F-statistic:		2.3336		
Entities:	22	P-value		0.0410		
Avg Obs:	26.682	Distribution:		F(5,582)		
Min Obs:	14.000					
Max Obs:	28.000	F-statistic (robust):		5.3521		
		P-value		0.0001		
Time periods:	28	Distribution:		F(5,582)		
Avg Obs:	20.964					
Min Obs:	18.000					
Max Obs:	22.000					
Parameter Estimates						
	Parameter	Std. Err.	T-stat	P-value	Lower CI	Upper CI
PL_LCC_w	0.0088	0.0055	1.5840	0.1137	-0.0021	0.0197
LLCC_w	-0.0650	0.1131	-0.5747	0.5657	-0.2872	0.1572
COV2021	-2.8823	1.1755	-2.4520	0.0145	-5.1911	-0.5736
PL_LCC_w:COV2021	-0.0009	0.0098	-0.0889	0.9292	-0.0202	0.0185
LLCC_w:COV2021	0.0342	0.1855	0.1843	0.8539	-0.3301	0.3985

Fonte: dados da pesquisa.

O segundo segmento mais representativo na amostra deste estudo são os fundos híbridos, os quais, de acordo com a Deliberação nº. 62, destinam os imóveis em seu patrimônio a mais de um dos 11 segmentos delineados pela ANBIMA. Assim, para os fundos imobiliários que possuem múltiplos focos de estratégia de negócio, foi aplicada a equações 2 para avaliar a relevância das informações contábeis de lucro e patrimônio líquidos. A variável de patrimônio líquido contábil se tornou estatisticamente significativa ao nível de 5%, o que pode indicar que a variável possui alguma influência sobre RFII, entretanto os resultados na figura 4 destacam o baixo poder de explicação das informações financeiras para o retorno dos FIIs híbridos, sugerindo que, para a tomada de decisão nesse tipo de segmento de fundo, o mercado considera informações não contempladas na equação.

Figura 4 - Resultados regressão EF amostra híbridos

PanelOLS Estimation Summary						
Dep. Variable:	RFII_w	R-squared:	0.0147			
Estimator:	PanelOLS	R-squared (Between):	0.2763			
No. Observations:	428	R-squared (Within):	-0.0004			
Date:	Mon, Apr 22 2024	R-squared (Overall):	0.0147			
Time:	17:31:14	Log-likelihood	-1691.4			
Cov. Estimator:	Clustered					
		F-statistic:	1.2579			
Entities:	16	P-value	0.2812			
Avg Obs:	26.750	Distribution:	F(5,423)			
Min Obs:	11.000					
Max Obs:	28.000	F-statistic (robust):	8.7519			
		P-value	0.0000			
Time periods:	28	Distribution:	F(5,423)			
Avg Obs:	15.286					
Min Obs:	14.000					
Max Obs:	16.000					
Parameter Estimates						
	Parameter	Std. Err.	T-stat	P-value	Lower CI	Upper CI
PL_LCC_w	0.0088	0.0036	2.4169	0.0161	0.0016	0.0160
LLCC_w	-0.0641	0.0866	-0.7395	0.4600	-0.2344	0.1062
COV2021	0.9492	0.8169	1.1619	0.2459	-0.6565	2.5550
PL_LCC_w:COV2021	-0.0157	0.0061	-2.5611	0.0108	-0.0278	-0.0037
LLCC_w:COV2021	0.1208	0.1580	0.7642	0.4452	-0.1899	0.4314

Fonte: dados da pesquisa.

Figura 5 - Resultados regressão EF amostra títulos e valores mobiliários

PanelOLS Estimation Summary						
Dep. Variable:	RFII_w	R-squared:	0.0585			
Estimator:	PanelOLS	R-squared (Between):	0.6929			
No. Observations:	368	R-squared (Within):	-0.0201			
Date:	Mon, Apr 22 2024	R-squared (Overall):	0.0585			
Time:	17:31:14	Log-likelihood	-1347.5			
Cov. Estimator:	Clustered					
		F-statistic:	4.5127			
Entities:	14	P-value	0.0005			
Avg Obs:	26.286	Distribution:	F(5,363)			
Min Obs:	16.000					
Max Obs:	28.000	F-statistic (robust):	16.778			
		P-value	0.0000			
Time periods:	28	Distribution:	F(5,363)			
Avg Obs:	13.143					
Min Obs:	12.000					
Max Obs:	14.000					
Parameter Estimates						
	Parameter	Std. Err.	T-stat	P-value	Lower CI	Upper CI
PL_LCC_w	0.0160	0.0050	3.1709	0.0016	0.0061	0.0259
LLCC_w	-0.0792	0.0752	-1.0526	0.2932	-0.2271	0.0688
COV2021	1.1260	1.7224	0.6538	0.5137	-2.2611	4.5132
PL_LCC_w:COV2021	-0.0079	0.0087	-0.9136	0.3615	-0.0250	0.0091
LLCC_w:COV2021	0.0511	0.1528	0.3345	0.7382	-0.2493	0.3515

Fonte: dados da pesquisa.

Os fundos de Títulos e Valores Mobiliários (TVM) são aqueles que possuem na sua estrutura de investimentos mais que 2/3 de aplicações em títulos financeiros com lastro imobiliário. Nesta perspectiva, ao efetuar a regressão da equação 2, percebe-se que das avaliações setoriais, os FIIs TVMs são os que possuem maior poder de explicação dos retornos por informações financeiras, atingindo o resultado de 5,85%. Assim, como os híbridos, o PLPC apresentou significância estatística ao nível de 1%.

Desta forma, verifica-se que os retornos dos fundos imobiliários não possuem explicação advinda de suas informações financeiras. O que pode confirmar a possibilidade de a avaliação destes ativos ser feita por decisões macroeconômicas para proteção de capital, ou desenvolvimento de outras estratégias que não puderam ser capturadas por este trabalho.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa teve como objetivo investigar qual a relevância das informações financeiras de lucro (financeiro e contábil) e patrimônio líquidos no retorno dos fundos imobiliários no Brasil, compreendendo o período de janeiro de 2017 a dezembro de 2023. Foi evidenciada a importância de avaliar o *Value Relevance* das informações contábeis, bem como que os conceitos e interpretações também poderia ser aplicáveis aos FIIs. Logo, é essencial aplicá-lo na avaliação da qualidade dos demonstrativos financeiros divulgados pelos fundos e identificar áreas em que a divulgação de informações financeiras precisam de aprimoramento para atender às demandas dos investidores.

A transparência na divulgação das informações contábeis também é um fator crucial, pois permite que os investidores tomem decisões mais informadas sobre seus investimentos e ajuda a promover a confiança no mercado. Contudo, há diversas teorias e análises que ainda não foram aplicadas ao mercado de FIIs que poderiam contribuir significativamente para a melhoria contínuas da qualidade das informações divulgadas e para o fomento da utilização dos demonstrativos financeiros como parâmetro de tomada de decisão. Portanto, a investigação da relevância das informações financeiras dos fundos imobiliários pode contribuir para o desenvolvimento do mercado de FIIs no Brasil e ajudar a orientar os investidores na tomada de decisões de investimento mais bem fundamentadas.

Percebeu-se quanto ao arcabouço teórico, a falta de aprofundamento de estudos relacionados à relevância das informações contábeis dos fundos de investimento, como também aos fundos de investimento imobiliário, além de investigações voltadas a teoria dos mercados eficientes e literaturas clássicas de análise de valor para fundos. Estes estudos poderiam nortear quanto ao posicionamento dos investidores no mercado de FIIs, bem como avaliar como as pessoas físicas se comportam em mercado mais estáveis e cíclicos, já que boa parte das cotas estão em posse destes investidores.

Então, realizou-se a regressão linear com estimador de efeito fixo para dados em painel, a fim de identificar o nível de impacto que as informações financeiras de lucros e patrimônio líquidos possuem sobre o retorno das cotas. As variáveis centrais deste estudo, PLCC, PLFC, LLFC e LLCC, demonstraram baixa correlação com o retorno dos fundos imobiliários na amostra, sugerindo que, em geral, seus aumentos ou reduções podem não ter um impacto significativo nas cotas. Vale salientar que a diversidade de segmentos dentro da amostra pode influenciar esses resultados e as correlações entre as variáveis. No entanto, a intenção é analisar os fundos imobiliários de maneira abrangente, enquanto sugere-se que pesquisas futuras explorem estratégias de análise mais individualizadas por segmento.

Realizou-se a separação da amostra entre três segmentações mais representativas para avaliar se há *value relevance* das informações financeiras em algum segmento especificamente, porém a separação não apresentou resultados diferentes para as amostras. Desta forma, constata-se que a hipótese H1 deste estudo não encontra respaldo nas análises realizadas. Em outras palavras, as informações financeiras não demonstram relevância significativa na tomada de decisão de investimento, uma vez que as estimativas revelam a ausência de significância estatística que sustente uma influência notável entre as variáveis.

Portanto, percebe-se que as informações financeiras não atingem um nível de relevância que possa embasar alguma hipótese informativa. Diante desse cenário, surge a indagação sobre quais informações financeiras e de mercado efetivamente exercem influência no retorno das cotas dos FIIs. Quais dados macroeconômicos são capazes de impactar o retorno das cotas de maneira significativa e substancial? Como tem sido moldada a decisão de investimento em fundos imobiliários?

Ademais, considera-se a possibilidade de futuros estudos que explorem os pressupostos da teoria clássica de finanças e suas implicações contemporâneas, visando compreender o comportamento dos investidores pessoa física no mercado, dado o expressivo volume de investimentos em FIIs sob sua gestão. Este estudo oferece contribuições significativas para órgãos reguladores, estudantes e pesquisadores, ao focar como determinadas variáveis contábeis podem carecer de relevância no mercado, especialmente quando comparadas ao contexto das ações. Essas descobertas auxiliam na compreensão do mercado no que tange às métricas contábeis específicas que investidores e analistas podem ou não considerar ao avaliar FIIs.

Destaca-se que o enfoque exclusivo em informações financeiras tradicionais não representa a única abordagem para avaliar a performance ou o potencial retorno dos FIIs. A conclusão deste estudo destaca a não confirmação das hipóteses H1 e H2, evidenciando que as informações financeiras, especificamente lucro e patrimônio líquido, não desempenham um papel relevante na tomada de decisão de investimento em fundos imobiliários. Mesmo com a inclusão de variáveis de controle, a falta de significância estatística persiste, indicando que fatores distintos podem estar moldando as escolhas de investimento nesse cenário específico. Diante deste panorama, surgem questões fundamentais sobre quais são as informações e variáveis que, de fato, influenciam o retorno dos FIIs, bem como como os investidores avaliam e decidem seus investimentos nesse contexto.

Propõe-se que futuras investigações explorem a influência de variáveis macroeconômicas, considerem abordagens baseadas na Teoria dos Mercados Eficientes, e

investiguem o comportamento dos investidores pessoa física, que detêm uma parcela substancial dos investimentos em FIIs. Essas considerações ressaltam a complexidade do mercado de fundos imobiliários e sugerem que métricas contábeis tradicionais podem não ser determinantes na análise de seu desempenho. Em última análise, este estudo contribui para a compreensão mais aprofundada das dinâmicas e fatores influentes no mercado de FIIs, proporcionando insights valiosos para reguladores, acadêmicos e investidores.

Este estudo enfrentou limitações que residiram no tamanho relativamente pequeno da amostra, composta por apenas 83 fundos imobiliários. Embora tenha-se procurado garantir a representatividade dos diferentes segmentos, é importante reconhecer que uma amostra maior poderia oferecer uma análise mais robusta e generalizável. Futuras pesquisas podem beneficiar-se de um conjunto de dados mais amplo para validar e expandir os resultados encontrados aqui, bem como utilizar-se de painéis desbalanceados para capturar dados disponíveis por outros fundos.

A disponibilidade de dados relacionados aos demonstrativos financeiros também foi uma dificuldade. As informações foram possíveis de serem coletadas a partir de 2017 na plataforma Economatica, mas pesquisas posteriores podem contar com coleta manual das informações nos portais dos fundos para ampliar o tempo de análise. Este estudo reconhece essa restrição temporal e destaca a importância de futuras investigações que possam acessar dados mais extensos para avaliar as tendências ao longo do tempo.

Outra limitação notável é a falta de uma quantidade significativa de estudos sobre fundos imobiliários em revistas de alto impacto. Este desafio pode afetar a comparação e validação dos resultados, uma vez que a escassez de literatura pode impactar a robustez das referências teóricas e empíricas utilizadas. Pesquisadores futuros são incentivados a explorar fontes adicionais e a contribuir para a base de conhecimento em revistas de destaque para fortalecer ainda mais a pesquisa neste campo.

Além destas limitações, é relevante mencionar que as condições do mercado financeiro, que podem ser dinâmicas, podem influenciar os resultados observados. Mudanças nas regulamentações, eventos econômicos significativos ou outras variáveis não consideradas podem impactar a interpretação dos resultados. Ao reconhecer essas limitações, este estudo fornece uma base valiosa para futuras pesquisas aprimorarem a compreensão dos fatores que influenciam os fundos imobiliários, com a esperança de que análises mais abrangentes e dados mais extensos possam aprofundar ainda mais as conclusões apresentadas.

REFERÊNCIAS

- ALVES, A. P.; SILVA, T. G.; MACEDO, M. A. da S.; MARQUES, J. A. V. da C. A relevância dos gastos com p&d para o mercado brasileiro de capitais: um estudo com distribuidoras de energia elétrica no período de 2002-2009. *INMR - Innovation & Management Review*, [S. l.], v. 8, n. 2, p. 216-239, 2011. Disponível em: <<https://www.revistas.usp.br/rai/article/view/79220>>. Acesso em: 3 fev. 2023.
- ANBIMA. CPA-10 - Certificação Profissional ANBIMA Série 10 - Módulo 5. Política de Investimento. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/A9/07/AD/29/66A568103B6B3568B82BA2A8/CPA-10-Cap5.pdf>. Acesso em: 21 out. 2022.
- ANBIMA. Estatuto Social. São Paulo: ANBIMA, 2020. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/90/10/79/B2/92DE9710E00D9D97882BA2A8/Estatuto%20Social%20ANBIMA%2008-06-21.pdf>. Acesso em: 15 out. 2022.
- BALL, R.; BROWN, P. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, v. 6, p. 159-177, 1968. DOI: 10.2307/2490232.
- BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, n. 1, p. 77-104, 2001.
- BB RENDA DE PAPÉIS IMOBILIÁRIOS FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO. Demonstrações financeiras padronizadas 2017 E 2018. CVM, 2019.
- BB RENDA DE PAPÉIS IMOBILIÁRIOS FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO. Informe Trimestral de FII 2018. CVM, 2018.
- BEAVER, W. The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, v. 6, p.67-92, 1968.
- BRASIL. Decreto-Lei n. 8.668, de 25 junho de 1993. Constituição e o regime tributário dos fundos de investimento imobiliário e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18668.htm#:~:text=LEI%20No%208.668%2C%20DE,Imobiliário%20e%20d%C3%A1%20outras%20provid%C3%AAsncias. Acesso em: 21 out. 2022.
- BRITO, N.; ALENCAR, C. T. Análise da qualidade das informações disponibilizadas pelos gestores de fundos de investimento imobiliário no Brasil. In: II Prêmio Lares Abecip Secovi-SP: soluções para o mercado e crédito imobiliário. São Paulo: ABECIP/LARES/SECOVI, 2017.
- BRITO, N. et al. Análise da Qualidade das Informações Disponibilizadas pelos Gestores de Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil. *Latin American Real Estate Society (LARES)*, 2016.
- BROWN, S.; HILLEGEIST, S. A. Disclosure quality and information asymmetry. Kellogg School of Management, Evanston, IL, 2003.

CAETANO, D. F. Os Fundos de Investimentos Imobiliários sob a Ótica Contábil: Estudo de Caso dos Fundos BTG Pactual Corporate Office Fund (BC Fund), CSHG Real Estate e RB Capital Renda I. *Pensar Contábil*, v. 16, n. 61, 2015.

CANONGIA, M. A. G.; MACEDO, M. A. S. Value Relevance da Informação Contábil após 10 Anos de IFRS no Brasil. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 18(1), 80-94.

CAPPELLESSO, G.; ROCHA, L. C. N.; DANTAS, J. A. Value Relevance da Perda por Redução ao Valor Recuperável do Goodwill: Evidências das Empresas Listadas Na BM&FBovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, v. 29, n. 3, p. 102-120, 2018.

CASTELLO BRANCO, Carlos Eduardo; MONTEIRO, Eliane de Mello Alves Rebouças. Estudo sobre a indústria de fundos de investimentos imobiliários no Brasil. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 10, n. 20, p. 261-295, dez. 2003.

CAVAZOS GONZÁLEZ, M. A.; RODRÍGUEZ GARCÍA, M. P.; GARZA SÁNCHEZ, H. H. Análisis del desempeño financiero de portafolios de inversión en FIBRAs y acciones. *Contaduría y Administración*, México, v. 63, n. 1, p. 56-77, jan./mar. 2018.

CHACON, Ryan G.; FRENCH, Dan W.; PUKTHUANHONG, Kuntara. The information content of NAV estimates. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, v. 63, p. 598-629, 2021.

COLLINS, D. W.; MAYDEW, E. L.; WEISS, I. S. Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, v. 24, n. 1, p. 39-67, 1997.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. Pronunciamento Técnico CPC 28: Propriedade para investimento. Brasília, 2009. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=59>. Acesso em: 21 out. 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Fundos de investimento. Brasília, DF, [20--?]. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/regulados/consultas-participante/fundos-de-investimento/sobre-fundos-de-investimento/>. Acesso em: 12 out. 2022.

COSTA, F. M. da; LOPES, A. B. Ajustes aos US-GAAPs: estudo empírico sobre sua relevância para empresas brasileiras com ADRs negociados na bolsa de Nova Iorque. *Revista Contabilidade & Finanças*, [S. l.], v. 18, n. spe, p. 45-57, 2007. DOI: 10.1590/S1519-70772007000300005. Disponível em: <<https://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/34223>>. Acesso em: 3 fev. 2023.

_____. CVM prorroga início da vigência da Resolução 175 para outubro/2023. Brasília, DF, 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-prorroga-inicio-da-vigencia-da-resolucao-175-para-outubro-2023#:~:text=A%20Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CVM%20175%20passa,em%202%2F10%2F2023>. Acesso em: 28 mar. 2023.

_____. Instrução Normativa nº 472, de 31 de outubro de 2008. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos fundos de investimento imobiliário – FII. Brasília, DF, 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em: 21 out. 2022.

_____. Instrução Normativa no 516, de 29 de dezembro de 2011. Dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações financeiras dos fundos de investimento imobiliário - FII. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em: 21 out. 2022.

DELVIZIO, P. C.; MACEDO, M. A. S.; QUEIROZ, J. M.; LOPES, P. S. Análise do Efeito Moderador da Liquidez no Modelo de Relevância da Informação Contábil no Brasil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, v. 13, n. 2, p. 67-88, 2020.

DUARTE, F. C. L.; GIRÃO, L. F. A. P.; PAULO, E. Avaliando Modelos Lineares de Value Relevance: Eles Captam o que Deveriam Captar? *Revista de Administração Contemporânea*, v. 21, n. Edição Especial FCG, p. 110-134, 2017.

FRANCIS, J.; SCHIPPER, K. Have financial statement lost their relevance? *Journal of Accounting Research*, v. 37, n. 02, p. 319-352, 1999.

FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO EDIFÍCIO ALMIRANTE BARROSO. Demonstrações financeiras padronizadas 2016. CVM, 2017.

FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO EDIFÍCIO ALMIRANTE BARROSO. Demonstrações financeiras padronizadas 2018. CVM, 2019.

FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO PANAMBY. Comunicado ao Mercado - Esclarecimentos de consulta B3 / CVM 2022. CVM 2022.

Fundos imobiliários podem entrar em novo ciclo de investimentos e expansão. ANBIMA, 2019. Disponível em: < https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/fundos-imobiliarios-podem-entrar-em-novo-ciclo-de-investimentos-e-expansao-2CA08A9A6A51DB2B016A69CC0CC319A9.htm >. Acesso em: 16 de out. de 2023.

GREENHALGH, L. H.; CAMPANI, C. H. Variação do dividend-yield como critério de seleção de ativos em estratégias de momento de fundos de investimentos imobiliários brasileiros. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 34, 2023.

GUIA, L. D.; DANTAS, J. A. Value Relevance dos Ativos Fiscais Diferidos na Indústria Bancária Brasileira. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, v. 31, n. 82, p. 33-49, 2020.

HERCOS JUNIOR, J. B.; RAMALHO, I. B. Gestão e estratégia diferenciando a rentabilidade dos fundos de investimento imobiliário. *Revista Ciências Sociais em Perspectiva*, [S. l.], v. 21, n. 41, p. 35–54, 2023. DOI: 10.48075/revistacsp.v21i41.28981. Disponível em: <https://e-revista.unioeste.br/index.php/ccsaemperspectiva/article/view/28981>. Acesso em: 3 fev. 2023.

HOLTHAUSEN, R. W.; WATTS, R. L. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting & Economics*, v. 31, p. 3-75, 2001.

DIAS, E. I.; SILVA, A. C. M. Análise do desempenho dos Fundos Imobiliários no Brasil de 2017 a pandemia Covid-19. *Revista Vianna Sapiens*, [S. l.], v. 12, n. 2, p. 22, 2021. DOI: 10.31994/rvs.v12i2.813. Disponível em: <<https://www.viannasapiens.com.br/revista/article/view/813>>. Acesso em: 3 fev. 2023.

LOVATTO, L. F.; HENRIQUE, D. C.; DE LIMA, M. V. A. Análise comparativa de distintas métricas de risco na composição de um fundo de fundos de investimento imobiliário. *Revista de Contabilidade e Organizações*, v. 11, n. 29, p. 30-45, 2017.

JANIN, R.; DISLE, C. The Value Relevance of Non-GAAP Earnings: The Case of EPRA Earnings for European Real Estate Investment Trusts (REITS). Available at SSRN 3647366, 2020.

KOTHARI, S. P. Capital markets research in accounting. *Journal of accounting and economics*, v. 31, n. 1-3, p. 105-231, 2001.

LEI Nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 8 dez. 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm. Acesso em: 15 out. 2022.

MACEDO, M. Á. S.; ROMANO, T. D.; SILVA, J. C. Q. Análise dos determinantes da relevância das informações contábeis no Brasil: um estudo com base no lucro líquido (LL) e no patrimônio líquido (PL) para o período de 2010 a 2012. *Anais do Congresso USP de Controladoria e Finanças*, São Paulo, 2014. Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/web/artigos142014/276.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2024.

MAIA, P. M. S.; SOUZA, R. M. Análise do mercado de fundos de investimento mobiliário negociados na bolsa. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, v. 20, n. 2, p. 18-36, 2015.

MARTINS, V. G.; MACHADO, M. A. V.; MACHADO, M. R. Value Relevance das informações de Leasing Operacional: um estudo em empresas brasileiras. *Enfoque: Reflexão Contábil*, v. 32, n. 2, p. 83-99, 2013.

MILANI, B.; CERETTA, P. S. Efeito tamanho nos fundos de investimento brasileiros. *Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria*, v. 6, n. 1, p. 119-137, 2013.

MORAIS, AV; SERRA, RG Diversificação dos Fundos de Investimento Imobiliário Brasileiros. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, v. 1, pág. 63-73, 2017.

OHLSON, J. A. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary accounting research*, v. 11, n. 2, p. 661-687, 1995.

OLIVEIRA, J.; MILANI, B. Variáveis que explicam o retorno dos fundos imobiliários brasileiros. *Revista Visão: Gestão Organizacional*, Caçador, SC, Brasil, v. 9, n. 1, p.17-33,

jan./jun. 2020. ISSN 2238-9636. Disponível em:
<<http://dx.doi.org/10.33362/visao.v9i1.2051>>. Acesso em: 29 jan. 2023.

PACHECO, J.; ROVER, S.; VICENTE, E. F. R. Value Relevance do Nível de Evidenciação do Ativo Intangível nas Companhias de Capital Aberto Brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, v. 15, n. 37, p. 178-199, 2018.

PEREIRA, B. L.; GARCIA, E. L. M. Análise da divulgação de informações das propriedades para investimento em fundos de investimentos imobiliários. In: Congresso ANPCONT, 14., 2020, Foz do Iguaçu. Anais eletrônicos... Foz do Iguaçu: ANPCONT, 2020.

REZENDE, A. (2005). A relevância da informação contábil no processo de avaliação de empresas da nova e velha economia – uma análise dos investimentos em ativos intangíveis e seus efeitos sobre value-relevance do lucro e patrimônio líquido. *Brazilian Business Review*, Vitória, v. 2, n. 1, p. 33-52.

RB CAPITAL DESENVOLVIMENTO RESIDENCIAL II FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO. Demonstrações financeiras acompanhadas do relatório do auditor independente 2022. CVM, 2022.

SANTANA, V. de F.; CASSUCE, F. C. da C. A Relevância da Contabilidade no Mercado de Capitais Brasileiro pela Reação dos Preços ao Lucro e ao Patrimônio. *Contabilidade Vista & Revista*, [S. l.], v. 23, n. 2, p. 83–100, 2013. Disponível em:
<<https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/1548>>. Acesso em: 3 fev. 2023.

SANTOS, A. A.; BOTINHA, R. A.; LEMES, S. Análise da Value Relevance da Demonstração do Valor Adicionado nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBovespa. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, v. 18, p. 1-16, 2019.

SANTOS, D. C. D.; GUIMARÃES, G. O. M.; MACEDO, M. A. S. Gerenciamento Tributário e Qualidade da Informação Contábil: Análise do Impacto da Agressividade Tributária na Capacidade Informacional do Lucro para o Mercado Brasileiro de Capitais. *Pensar Contábil*, v. 21, n. 74, p. 3-10, 2019.

SANTOS, S. M. D.; LEMES, S.; BARBOZA, F. L. M. O Value Relevance é Relevante? *Revista de Contabilidade e Organizações*, v. 13, n. 1, p. 1-18, 2019.

SCOLESE, D.; BERGMANN, D. R.; SILVA, F. L. da; SAVOIA, J. R. F. Análise de Estilo de Fundos Imobiliários no Brasil. *Revista de Contabilidade e Organizações*, v. 9, n. 23, p. 24-35, 2015. DOI: 10.11606/rco.v9i23.83452. Disponível em:
<https://www.revistas.usp.br/rco/article/view/83452>. Acesso em: 29 jan. 2023.

SERRA, R. G.; MORAES, A. V. de; FÁVERO, L. P. L. Fundo de investimento imobiliário: uma alternativa para diversificação. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, v. 15, n. 4, 2017.

SILVA, A. C. M. da; FREUND, A. V. de A.; LEMGRUBER, E. F. Modelo binomial de opções compostas: o caso da avaliação de um fundo imobiliário. *Revista Vianna Sapiens*, v. 9,

n. 1, p. 24, 2018. DOI: 10.31994/rvs.v9i1.287. Disponível em:
<https://www.viannasapiens.com.br/revista/article/view/287>.

SILVA, T. O.; FRANÇA, R. D. DE REPENTE 30! Uma revisão da literatura de FIIs no Brasil. In: ICMA/COGECONT, 5., 2023, on-line. Anais eletrônicos... ICMA/COGECONT, 2023.

TORRES, R. S.; TONUCCI FILHO, J. B. M.; ALMEIDA, R. P. Financeirização do imobiliário no Brasil: uma análise dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (2005-2020). Cadernos Metrópole, São Paulo, v. 24, p. 35-62, jan./abr. 2021.

VASCONCELOS DE ANDRADE, G.; DAL-RI MURCIA, F. Uma Análise Crítica sobre os Ajustes Adicionais Considerados nas Divulgações da Medida não-GAAP “EBITDA Ajustado” em Relatórios de Companhias Listadas Brasileiras. Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC), Brasília, v. 13, n. 4, p. 384-400, out./dez. 2019. DOI: 10.17524/repec.v13i4.2412. Disponível em:
<https://www.repec.org.br/repec/article/view/2412>. Acesso em: 28 jan. 2023.

YOKOYAMA, K. Y.; NETO, A. S.; DA CUNHA, C. M. P. REIT Brasileiro: Investimento alternativo a imóveis, ações e títulos. Revista Brasileira de Finanças, v. 14, n. 4, pág. 523-550, 2016.