

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM  
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS**

**DAIANE MARTINS GRUGEL**

**MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS VIA OUTROS  
RESULTADOS ABRANGENTES E SEUS COMPONENTES**

**VITÓRIA**

**2017**

**DAIANE MARTINS GRUGEL**

**MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS VIA OUTROS  
RESULTADOS ABRANGENTES E SEUS COMPONENTES**

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Acadêmico em Contabilidade e Finanças da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

**Orientador:** Prof. Dr. Fernando Caio Galdi.

**VITÓRIA  
2017**

**DAIANE MARTINS GRUGEL**

**MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS VIA OUTROS  
RESULTADOS ABRANGENTES E SEUS COMPONENTES**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade e Finanças, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Contabilidade e Finanças – Nível Acadêmico.

Aprovada em 04 de outubro de 2017

**COMISSÃO EXAMINADORA**

---

**PROF. DR. FERNANDO CAIO GALDI**

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças  
– FUCAPE

---

**PROF. DR. FELIPE RAMOS FERREIRA**

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças  
– FUCAPE

---

**PROF. DR. DANILO SOARES MONTE-MOR**

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças  
– FUCAPE

À Deus, companheiro inseparável, e à minha família, fonte de incentivo, amor e inspiração.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço, primeiramente, a Deus, que me concedeu a vida e as graças de concluir este mestrado.

Aos meus pais, que sempre acreditaram no meu potencial, me apoiaram e incentivaram, dando todo o suporte necessário, para morar e estudar em outro Estado, mesmo em momentos de dificuldade. Eles deram toda a base da minha educação e tudo que foi necessário para concluir mais essa fase dos meus estudos. A toda minha família, minha cunhada Adriana, meu irmão Dyone, meus primos (as), tios (as) e todos aqueles que torceram por mim. E aos amigos da família, os “Zé's” da minha vida: Zé Paraíba, que me mostrou como é interessante analisar o lado simples da vida, e Zé Antônio, que me falou palavras de conforto em momentos difíceis.

Aos professores que aceitaram participar da banca com o objetivo de aperfeiçoar este trabalho.

Ao professor Danilo Soares que me apresentou a FUCAPE e me deu todo o suporte e apoio necessário desde o processo seletivo do mestrado.

A todos os professores com os quais tive a honra de assistir aula e, portanto, contribuíram na construção de toda minha formação. Em especial aos professores Márcio Salvato, Eurilton Araújo, Bruno Funchal e Fernando Caio. Márcio Salvato é um professor que me inspira pela sua sabedoria, organização e didática. Eurilton me ensinou a enxergar as coisas de maneira simples e correta. A dinâmica utilizada pelo professor Bruno Funchal para ministrar as aulas me encantou, sobretudo nas aulas de Finanças. Ao professor Fernando Caio, agradeço por vários momentos, o primeiro quando lecionou a disciplina de Contabilidade e Finanças II, que fez nascer minha admiração pela contabilidade. Outro momento, ao aceitar ser meu orientador

e me auxiliar a desenvolver esse projeto, que aprendi alguns tópicos sobre contabilidade e avaliação de empresas. Obrigada pela ajuda, pelos conselhos, pelas explicações, pela paciência, pelo apoio, por acreditar e confiar em mim.

Aos meus amigos. Primeiramente, os de “longa data”, Percy, Marllon, Evandro, Marina, obrigada pelo incentivo. Aos amigos que fiz durante a graduação e que me apoiaram sempre: Lucas, Guilherme, Júlio, Camila, Sérgio e Larissa. Obrigada também aos alunos da graduação da FUCAPE que tive a oportunidade de ajudar durante os períodos em que fui monitora, graças a vocês entendi o porquê alguns professores falam que também aprendem com seus alunos. Aos amigos da FUCAPE, Andréia, Lucas, Thawler, Diheyson, Mateus e Heitor, com os quais aprendi a ter mais organização, irreverência, paciência, autenticidade, sagacidade e determinação, respectivamente.

Agradeço também ao órgão de fomento da minha bolsa durante o processo, FAPES.

A política serve a um momento no presente,  
mas uma equação é eterna.

(Albert Einstein)

## RESUMO

Essa pesquisa fornece uma análise da relação entre os Outros Resultados Abrangentes (e seus componentes) e uma medida de desempenho da empresa, motivado pela teoria contábil (Ohlson, 1995, 1999) e focado na modelagem do RIV para testar a relevância do modelo de Ohlson. Esse trabalho investiga como os componentes do ORA futuros afetam o valor de mercado atual, das empresas listadas na Bovespa, após o ano de 2010.

Os principais resultados encontrados foram: os lucros líquidos estão relacionados positivamente com o valor de mercado; o ORA tem impacto negativo sobre o valor de mercado em um ano futuro e em dois e três anos à frente a relação é positiva, isso significa dizer que ganhos e perdas em ORA de um ano à frente diminuem o valor de mercado atual, mas um ganho no período de dois a três anos a frente associado a um ganho no período corrente; o saldo em ORA de conversão de balanço tem relação negativa no primeiro ano e depois positiva, com o valor de mercado. O que significa dizer que a mudança na taxa de câmbio indica uma alteração importante nas condições econômicas nos países relacionados, tornando as perdas de conversão informativas, não gerando valor para as empresas no curto prazo (um ano) e gerando valor no longo prazo (três anos). O saldo em ORA de *hedge* de fluxo de caixa tem relação negativa no primeiro ano e depois positiva, com o valor de mercado; o plano de benefício definido impacta negativamente no valor de mercado atual; a projeção do saldo em ORA em títulos disponíveis para vendas são positivos em até dois anos e, depois ficam negativos. Essa mudança de sinal pode existir devido à existência de reversão do saldo em ORA de título disponível para venda para lucro líquido.

**Palavras chave:** RIV, Ohlson, Outros Resultados Abrangentes, Avaliação, Componentes do ORA.

## ABSTRACT

This research provides an analyzes the relationship between Other Comprehensive Income (and its components) and an enterprise performance metric, motivated by accounting theory (Ohlson, 1995,1999) and focused on RIV modeling in order to test the relevance of Ohlson's model. This work investigates how future ORA components affect the current market value of the companies listed on the Bovespa after the year 2010.

The main results were: net profits are positively related to market value; the OCI has a negative impact on the market value in a future year and in two and three years ahead the ratio is positive, this means that OCI gains and losses of one year ahead decrease the current market value, but one gain in the period of two to three years ahead associated with a gain in the current period; the OCI balance sheet translation balance is negative in the first year and then positive, with the market value. This means that the change in the exchange rate indicates a significant change in the economic conditions in the related countries, making the conversion losses informative, not generating value for the companies in the short term (one year) and generating value in the long term (three years). The OCI cash flow hedge balance has negative relation in the first year and then positive, with the market value; the defined benefit plan negatively impacts the current market value; the projected OCI balance in available-for-sale securities is positive in up to two years and then negative. This change of signal may exist due to the existence of recycling of the balance in OCI of available-for-sale security for net income.

**Key words:** RIV, Ohlson, Other Comprehensive Income, Valuation, Components of OCI.

## **LISTA DE TABELAS**

Tabela 1: Descrição das variáveis.

Tabela 2: Procedimento de seleção de amostra.

Tabela 3: Estatísticas descritivas das variáveis originais.

Tabela 4: Correlação de Pearson.

Tabela 5: Autocorrelação do ORA e seus componentes.

Tabela 6: Persistência do ORA e seus componentes.

Tabela 7: Regressão painel do valor de mercado sobre o ORA e medidas de ajustes.

Tabela 8: Regressão painel do valor de mercado sobre os componentes do ORA e medidas de ajustes.

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO</b> .....	11
<b>2. REFERENCIAL TEÓRICO</b> .....	17
2.1 EVOLUÇÃO NORMATIVA.....	17
2.2 PESQUISAS ANTERIORES .....	25
<b>2.2.1 Modelo RIV</b> .....	25
<b>2.2.2 Valor justo</b> .....	26
<b>2.2.3 Value Relevance e modelo de avaliação</b> .....	28
<b>2.2.4 Outros resultados abrangentes</b> .....	29
<b>2.2.5 Componentes do ORA</b> .....	30
<b>3. MODELO</b> .....	36
3.1 PREMISSAS DO MODELO .....	36
3.2 OPERACIONALIZAÇÃO DO MODELO .....	38
<b>4. METODOLOGIA</b> .....	41
<b>5. ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS</b> .....	43
5.1 COLETA DE DADOS .....	43
5.2 ANÁLISES UNIVARIADAS .....	45
5.3 PERSISTÊNCIA DO ORA E SEUS COMPONENTES.....	51
<b>6. RESULTADOS</b> .....	54
6.1 AVALIAÇÃO DO VALOR DE MERCADO .....	54
<b>7. CONCLUSÃO</b> .....	59
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	62

## Capítulo 1

### 1. INTRODUÇÃO

Os outros resultados abrangentes (ORA) têm sido um item controverso no relatório financeiro. Os oponentes de incluir ORA no lucro líquido ou uma medida de desempenho observam sua volatilidade e falta de previsibilidade. A estrutura do ORA e seus componentes é volátil porque estão sujeitas ao sentimento do mercado e outros fatores macroeconômicos.

Em 2011, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) aprovou e divulgou o Pronunciamento Técnico CPC 26 para definir a base para a apresentação de demonstrações contábeis, inclusive as separadas e consolidadas, para assegurar a comparabilidade tanto com as demonstrações contábeis<sup>1</sup> de períodos anteriores da mesma empresa quanto com as demonstrações contábeis de outras empresas. De acordo com a Resolução CFC nº 1.185/09 e o CPC 26 a demonstração do resultado abrangente é obrigatória, mesmo não sendo prevista na Lei nº 6.404/76. De acordo com o CPC 26 os outros resultados abrangentes compreendem em itens de receita e despesa que não são reconhecidos na demonstração do resultado como requerido

---

<sup>1</sup> Um conjunto completo de demonstrações contábeis inclui, como regra: (a) o balanço patrimonial; (b) a demonstração do resultado; (c) a demonstração do resultado abrangente; (d) a demonstração das mutações do patrimônio líquido; (e) a demonstração dos fluxos de caixa; (f) a demonstração do valor adicionado quando exigida legalmente; e (g) as notas explicativas, compreendendo um resumo das políticas contábeis significativas e outras informações explanatórias.

ou permitido pelos Pronunciamentos, Interpretações e Orientações emitidos pelo CPC.

Recentemente têm surgido alguns trabalhos que analisam o comportamento e a relevância dos outros resultados abrangentes, assim como de seus componentes, e encontraram resultados divergentes (AHMED E TAKEDA, 1995; AHMED ET AL., 2006; BARTH, 1994; SOO E SOO, 1994; BARTOV, 1997; CHAMBERS ET AL. 2007; DHALIWAL ET AL., 1999; LOUIS, 2003; KANAGARETNAM ET AL., 2009; O'HANLON E POPE, 1999; SEOW E TAM, 2002). Kanagaretnam et al. (2009) usaram informações observadas entre os anos 1999 e 2003, e encontraram que lucros abrangentes estão fortemente mais associados com retorno de ações do que com lucro líquido, Chambers et al. (2007) constatou que existe relação entre ORA e retornos de ações que é coerente com Ohlson (1999) para itens transitórios. Em contrapartida, Dhaliwal et al. (1999) não encontram evidência persuasiva que lucros abrangentes (definido como a soma entre lucro líquido e ORA) estão mais fortemente associados com retorno de ações do que com lucro líquido.

Jones e Smith (2011) comparam a relevância, o valor preditivo e a persistência de ORA e itens especiais<sup>2</sup> (IE) e encontram que ganhos e perdas de IE e ORA são valores relevantes, mas IE possui persistência zero (isto é, são itens transitórios), enquanto ORA tem persistência negativa (possivelmente referente à reversão ao longo do tempo); IE tem valor preditivo forte para prever lucro líquido futuro e fluxo de caixa futuro, enquanto ORA tem fraco poder preditivo. Pesquisadores assumiram que os ganhos e perdas de ORA sejam transitórios

---

<sup>2</sup> Ganhos e perdas incomuns são reportados separadamente no lucro líquido e são classificados como itens especiais, e incluem ganhos e perdas provenientes de vendas de ações e investimentos, *impairment* com baixa ocorrência, encargos de reestruturação realizados ou não realizados, liquidação e outros itens acumulados (Bradshaw e Sloan 2002; Cready et al. 2010; Elliott e Hanna 1996; Kinney e Trezevant 1997).

(Linsmeier et al., 1997; Barker 2004; Chambers et al., 2007; Yen et al., 2007; Bamber et al., 2010), mas por diferentes motivos. Em contrapartida, os ativos e passivos que produzem ganhos e perdas de ORA são reavaliados em cada período, de modo que os ganhos e perdas do ORA se repetirão ao longo do tempo pelo mesmo ativo ou passivo. Por exemplo, os títulos disponíveis para venda são marcados ao mercado no final de cada período à medida que os preços dos títulos mudam. No entanto, se os mercados de capitais forem eficientes, os ganhos e perdas atuais disponíveis para venda não devem prever ganhos e perdas futuros disponíveis para venda (JONES E SMITH, 2011).

Essa pesquisa fornece uma análise da relação entre os Outros Resultados Abrangentes (e seus componentes) e uma medida de desempenho da empresa, motivado pela teoria contábil (OHLSON, 1995, 1999) e focado na modelagem do RIV para testar a relevância do modelo de Ohlson. Conforme modelo teórico, considera-se a relação do valor de mercado com os componentes do ORA e outras medidas de ajuste.

Há várias razões pelas quais se espera que as estimativas de valor justo incluídas no ORA impactam no desempenho. Em primeiro lugar, as estimativas de valor justo são relevantes em termos de valor (BARTH, 1994; PETRONI E WAHLEN, 1995; BARTH ET AL., 1996; ECCHER ET AL., 1996; NELSON, 1996; VENKATACHALAM, 1996). Em segundo lugar, os ganhos e perdas de valor justo não realizado incluídos no ORA podem prever o desempenho devido ao momento da venda de ativos, tendo como exemplo, uma associação positiva entre ganhos não realizados e realizados pode ocorrer quando os gerentes vendem ativos que anteriormente experimentaram um aumento no valor justo (por exemplo, PARK ET AL., 1999; EVANS ET AL., 2014). Por fim, as variações nos valores justos de certos

instrumentos derivativos (por exemplo, contratos de derivativos classificados como hedge de fluxo de caixa) implicam mudanças nos preços dos itens hedge subjacentes, o que pode impactar no desempenho da empresa (CAMPBELL, 2015).

Em contraste às pesquisas anteriores, Chambers (2007), fornecem provas que no período pós SFAS 130, que o ORA é precificado em *dollar-for-dollar*, conforme previsto pela teoria econômica para itens de ganhos transitórios (OHLSON, 1999). Além disso, documentaram que dois componentes do ORA, ajuste de conversão de moeda estrangeira e ganhos/perdas não realizados em títulos disponíveis para venda são precificados por investidores. O grau em que os investidores avaliam o ORA depende da natureza dos ganhos que ele contém. Em geral, os componentes do ORA consistem em ganhos e perdas não realizados de certas atividades da empresa. Esses ganhos e perdas geralmente resultam de processos aleatórios e devem ser zero na expectativa. Conseqüentemente, o ORA e seus componentes devem ser de natureza transitória. Ohlson (1999) mostra que os componentes dos ganhos transitórios devem ser avaliados dólar por dólar.

A principal motivação desse estudo é que poucos analistas precificam os componentes do ORA (CHAMBERS, 2007) devido à sua volatilidade se comparada ao lucro líquido (MACHADO, 2016; TABOADA ET AL., 2012; DE LIMA, 2016). Reportar resultados abrangentes aumenta a avaliação de risco da empresa feita pelos investidores (HIRST E HOPKINS, 1998). Pesquisas que examinam a relação entre os preços de mercado e ORA são relativamente escassas. Esse trabalho contribui com o crescimento da literatura, nos modelos contábeis de avaliação, de duas maneiras. Primeiro, destaca as condições necessárias para execução do modelo RIV no ambiente de mercado brasileiro. Segundo, apresenta evidência

empírica acerca da relevância de se considerar os componentes de outros resultados abrangentes, visto que são precificados de maneiras diferentes.

O objetivo desse trabalho é investigar como os componentes de outros resultados abrangentes afetam o valor de mercado das empresas listadas na Bovespa, após o ano de 2010. Essa abordagem é inovadora à medida que trabalhos já realizados, visando à aplicação desse modelo, ou só consideram o lucro abrangente (soma entre lucro líquido e outros resultados abrangentes) ou não consideram todos os componentes dos outros resultados abrangentes, uma vez que até 2010 não existia uma regulação para tal divulgação.

Os resultados encontrados foram: ORA e seus componentes são persistentes ao longo do tempo; os lucros líquidos estão relacionados positivamente com o valor de mercado; o ORA tem impacto negativo sobre o valor de mercado em um ano futuro e em dois e três anos à frente a relação é positiva, isso significa dizer que ganhos e perdas em ORA de um ano à frente diminuem o valor de mercado atual, mas um ganho no período de dois a três anos a frente associado a um ganho no período corrente; o saldo em ORA de conversão de balanço tem relação negativa no primeiro ano e depois positiva, com o valor de mercado. O que significa dizer que a mudança na taxa de câmbio indica uma alteração importante nas condições econômicas nos países relacionados, tornando as perdas de conversão informativas, não gerando valor para as empresas no curto prazo (um ano) e gerando valor no longo prazo (três anos). O saldo em ORA de *hedge* de fluxo de caixa tem relação negativa no primeiro ano e depois positiva, com o valor de mercado; o plano de benefício definido impacta negativamente no valor de mercado atual; a projeção do saldo em ORA em títulos disponíveis para vendas são positivos em até dois anos e, depois ficam negativos. Essa mudança de sinal pode existir

devido à existência de reversão do saldo em ORA de título disponível para venda para lucro líquido.

O restante do trabalho está organizado conforme listado a seguir. O capítulo 2 fornece a fundamentação teórica, discutindo pesquisas que fazem uso do modelo de avaliação, aqui estudado; os resultados encontrados, assim como, destacando a importância do modelo na contabilidade, sobretudo na precificação de empresas. O capítulo 3 é dedicado aos elementos essenciais da teoria do modelo analisado (RIV) com o intuito de esclarecer as hipóteses e variáveis necessárias para sua execução. O capítulo 4 detalha o método usado para executar o modelo em estudo e define as variáveis consideradas na modelagem. O capítulo 5 descreve o banco de dados com as fontes necessárias para sua obtenção; enumera, também, os dados excluídos. O capítulo 6 inclui os resultados obtidos da modelagem empírica e suas correspondentes interpretações. Por fim, o capítulo 7 conclui o trabalho.

## Capítulo 2

### 2. REFERENCIAL TEÓRICO

#### 2.1 EVOLUÇÃO NORMATIVA

O Conselho de Normas de Contabilidade Financeira (FASB), em junho de 1997, emitiu a Declaração de Normas de Contabilidade Financeira (FAS) nº130, intitulada Divulgação de Resultados Abrangentes, que define que lucro abrangente deve ser declarado como um item separado nas demonstrações financeiras, em que lucro abrangente é a soma entre lucro líquido e outros resultados abrangentes (ORA).

Chambers et al. (2007) analisaram duas questões de pesquisa relacionadas ao SFAS nº130. Primeiro, investigaram se, e até que ponto, os outros resultados abrangentes (ORA) e seus componentes são avaliados pelos participantes do mercado. Segundo, investigaram se a demonstração financeira, na qual as divulgações abrangentes de renda são relatadas, afeta o preço do ORA e seus componentes. Encontraram evidências de que os investidores prestam mais atenção às informações do ORA relatadas na demonstração de alterações no capital próprio, em vez de uma declaração de desempenho financeiro. Além disso, concluíram que

dois componentes do ORA, ajuste de conversão de moeda estrangeira e ganhos/perdas não realizados em títulos disponíveis para venda, são cotados pelos investidores. No período pós SFAS nº130, também encontraram que o tipo de demonstração financeira em que as empresas relatam o ORA e seus componentes afeta o preço, consistente com as conclusões de pesquisas experimentais anteriores (HIRST E HOPKINS, 1998; MAINES E MCDANIEL, 2000).

Em 27 de maio de 2010, o Conselho de Normas Internacionais de Contabilidade (IASB) publicou propostas para melhorar a consistência de como os itens de outros resultados abrangentes (ORA) são apresentados. O IASB propôs exigir que as entidades apresentassem lucros ou prejuízos e outros resultados abrangentes em seções separadas de uma demonstração contínua.

As empresas têm atualmente uma escolha e podem apresentar lucros ou prejuízos e ORA em<sup>3</sup>:

- i. Uma única demonstração do rendimento integral ou;
- ii. Duas demonstrações: uma demonstração de componentes do resultado (demonstração de resultados separada), e uma segunda demonstração começando com lucro ou perda e exibindo componentes do ORA (uma demonstração do resultado abrangente).

A demonstração dos lucros ou prejuízos e outros resultados abrangentes devem ser apresentados em duas seções:

- i. Lucro ou perda e;
- ii. ORA.

---

<sup>3</sup> *Exposure Draft* ED/2010/5: Apresentação de Itens de Outros Resultados Abrangentes Propostas de emendas a IAS 1.

Em 16 de junho de 2011, o IASB emitiu alterações que melhoraram e alinharam a apresentação de itens de ORA nas demonstrações financeiras preparadas de acordo com o IFRS e preparadas de acordo com os princípios contábeis geralmente aceitos nos EUA (GAAP) (Norma Internacional de Contabilidade – IAS – 1).

As alterações ao IAS 1 requerem que as empresas que preparam demonstrações financeiras de acordo com as IFRS agrupem itens no ORA que possam ser reclassificados para a seção de resultados da demonstração de resultados. As emendas também reafirmam as exigências existentes de que itens em ORA e lucros ou prejuízos devem ser apresentados como uma única demonstração ou duas demonstrações consecutivas.

Nos EUA, o ORA inclui ajustes para ganhos e perdas não realizados em títulos e coberturas de fluxo de caixa disponíveis para venda (DPV), ajustes relacionados a pensões e ajustes de conversão de moeda estrangeira. O Quadro 1 apresenta os componentes do ORA conforme definido pelo FASB, enquanto que o Quadro 2 apresenta os componentes do ORA conforme definido pelo IASB.

Quadro 1: Outros resultados abrangentes em conformidade com U.S. GAAP.

Componentes do ORA (ASC 220-10-45-10A)	Referência
Ganhos e perdas não realizados em títulos disponíveis para venda.	ASC 320-10-45-1
Ganhos e perdas não realizados que resultam de um título de dívida a ser transferido para a categoria disponível para venda da categoria <i>held-to-maturity</i> .	ASC 830-30-45-12
Valores reconhecidos em ORA para títulos de dívida classificados como disponíveis para venda e mantidos até o vencimento relacionados à outra	ASC 320-10-35

deterioração temporária reconhecida de acordo com ASC 320-10-35 se uma parcela da perda por redução ao valor recuperável ( <i>impairment</i> ) não for reconhecida no resultado.	
Diminuições subsequentes (se não for uma deterioração que não seja temporária) ou aumentos no valor justo de títulos disponíveis para venda anteriormente baixados como deteriorados.	ASC 320-10-35-18
Ganhos e perdas (parcela efetiva) em instrumentos derivativos que são designados como hedge de fluxo de caixa.	ASC 815-20-35-1(c)
Ganhos ou perdas associados a benefícios de pensão ou outros benefícios pós-aposentadoria (que não é reconhecido imediatamente como um componente do custo de benefício periódico líquido).	ASC 715-20-50-1(j)
Custos de serviços anteriores ou créditos associados a pensões ou outros benefícios pós-aposentadoria.	ASC 715-20-50-1(j)
Ativos ou obrigações de transição associados a benefícios de pensão ou outros benefícios pós-aposentadoria (que não é reconhecido imediatamente como um componente do custo de benefício periódico líquido).	ASC 715-20-50-1(j)
Ajustes de conversão de moeda estrangeira	ASC 830-30-45-12
Ganhos e perdas nas transações em moeda estrangeira que são designados como, e são eficazes como, hedges econômicos de um investimento líquido em uma entidade estrangeira, a partir da data de designação.	ASC 830-20-35-3(a)
Ganhos e perdas nas transações em moeda estrangeira intra-entidade que são de natureza de investimento de longo prazo (isto é, a liquidação não está prevista ou prevista num futuro previsível), quando as entidades da transação são consolidadas, combinadas ou contabilizadas pelo	ASC 830-20-35-3(b)

método da equivalência patrimonial nas demonstrações financeiras da entidade relatora.	
--	--

Fonte: Adaptado de Black (2016).

Quadro 2: Outros resultados abrangentes em conformidade com IFRS.

Componentes do ORA (IAS 1)	Referência
Alterações nas provisões para reavaliação de ativos imobilizados (PP&E) e intangíveis.	IAS 16, IAS 38
Alterações de reajuste em um ativo ou passivo líquido de benefício definido.	IAS 19
Diferenças de câmbio resultantes da conversão de moedas funcionais para moeda de apresentação.	IAS 21
Ganhos e perdas não realizados sobre títulos disponíveis para venda.	IAS 39
Ganhos e perdas na parte efetiva de instrumentos de hedge de fluxo de caixa.	IAS 39, IFRS 9
Ganhos e perdas não realizados em investimentos de capital escolhidos para serem ORA.	IFRS 9
Ajustes relacionados a mudanças no risco de crédito de um passivo financeiro mensurado pelo valor justo através do lucro líquido.	IFRS 9
Correção de erros e mudanças na política contábil que devem ser reconhecidos fora do lucro líquido.	IAS 8

Fonte: Adaptado de Black (2016).

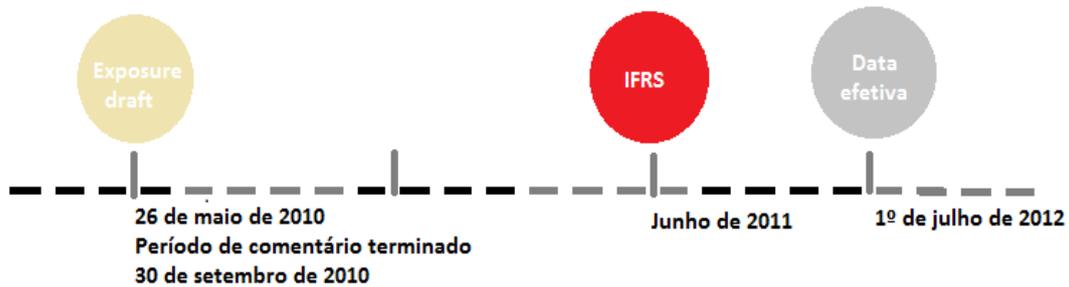


Figura 1: Marcos do projeto de apresentação de demonstrações financeiras.

No Brasil, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis<sup>4</sup> (CPC) emitiu o Pronunciamento Técnico CPC 26 para definir a base para a apresentação de demonstrações contábeis, inclusive as separadas e consolidadas, para assegurar a comparabilidade tanto com as demonstrações contábeis de períodos anteriores da mesma entidade quanto com as demonstrações contábeis de outras entidades. Receitas, despesas, ganhos e perdas que não são reportadas na demonstração do resultado como requerido ou permitido pelos Pronunciamentos, Interpretações e Orientações emitidos pelo CPC são classificados como outros resultados abrangentes, e incluem cinco tipos de informações:

- (a) variações na reserva de reavaliação, quando permitidas legalmente;
- (b) ganhos e perdas atuariais em planos de pensão com benefício definido;
- (c) ganhos e perdas derivados de conversão de demonstrações contábeis de operações no exterior;
- (d) ganhos e perdas na remensuração de ativos financeiros disponíveis para venda;

<sup>4</sup> Criado pela Resolução CFC nº 1.055/05, o CPC tem como objetivo "o estudo, o preparo e a emissão de Pronunciamentos Técnicos sobre procedimentos de Contabilidade e a divulgação de informações dessa natureza, para permitir a emissão de normas pela entidade reguladora brasileira, visando à centralização e uniformização do seu processo de produção, levando sempre em conta a convergência da Contabilidade Brasileira aos padrões internacionais".

(e) parcela efetiva de ganhos ou perdas advindos de instrumentos de *hedge* em operação de *hedge* de fluxo de caixa.

Em 2013, o IASB publicou um documento de discussão apresentando possíveis diferenças teóricas entre itens de ORA e lucro líquido (IASB, 2013). Até agora, não existem diferenças conceituais oficialmente adotadas entre itens que aparecem no lucro líquido versus aqueles que aparecem em ORA em relatórios financeiros consolidados preparados de acordo com os US GAAP ou IFRS. Esta lacuna na definição de padrões conceituais é particularmente interessante porque transações econômicas similares parecem fluir tanto para o lucro líquido quanto para ORA. Com isso, existem impasses nas divulgações de certas informações, por exemplo, inclusão de ganhos e perdas não realizados em títulos de negociação (lucro líquido) versus títulos de disponíveis para venda (ORA) e ganhos e perdas não realizados em instrumentos de *hedge* de valor justo (lucro líquido) versus instrumentos de *hedge* de fluxo de caixa (ORA) (Black, 2016). Por isso, é de extrema importância compreender as definições dos componentes do ORA.

À vista disso, será possível compreender as definições dos componentes do ORA pela regulação brasileira (CPC) e pela regulação internacional (IASB). Conforme a Norma CPC 33: “Benefícios a Empregados”, correlacionada com a IAS 19, planos de benefício definido são planos de benefícios pós-emprego que não sejam planos de contribuição definida. Planos de contribuição definida são planos de benefícios pós-emprego nos quais a entidade patrocinadora paga contribuições fixas a uma entidade separada (fundo), não tendo nenhuma obrigação legal ou construtiva de pagar contribuições adicionais se o fundo não possuir ativos suficientes para pagar todos os benefícios aos empregados relativamente aos seus serviços do período corrente e anterior. Em conformidade com os planos de

benefício definido: (a) a obrigação da entidade patrocinadora é a de fornecer os benefícios pactuados aos atuais e aos ex-empregados; e (b) risco atuarial (de que os benefícios venham a custar mais do que o esperado) e risco de investimento recaem, substancialmente, sobre a entidade. Se a experiência atuarial ou de investimento for pior que a esperada, a obrigação da entidade pode ser aumentada. A contabilização dos planos de benefício definido é complexa porque são necessárias premissas atuariais para mensurar a obrigação e a despesa do plano, bem como existe a possibilidade de ganhos e perdas atuariais. Além disso, as obrigações são mensuradas ao seu valor presente, porque podem ser liquidados muitos anos após a prestação dos serviços pelos empregados.

Segundo o Pronunciamento CPC 02 (equivalente a IAS 21), “Efeitos das Mudanças nas Taxas de Câmbio e Conversão de Demonstrações Contábeis”, uma entidade pode manter atividades em moeda estrangeira de duas formas. Ela pode ter transações em moedas estrangeiras ou pode ter operações no exterior. Adicionalmente, uma entidade pode apresentar suas demonstrações contábeis em uma moeda estrangeira. O objetivo desse Pronunciamento Técnico é orientar acerca de como incluir transações em moeda estrangeira e operações no exterior nas demonstrações contábeis de uma entidade e como converter demonstrações contábeis para uma moeda de apresentação.

De acordo com a IAS 39 e o CPC 38<sup>5</sup>, Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Medição, ativos financeiros disponíveis para venda são os ativos financeiros não derivativos que são designados como disponíveis para venda ou não

---

<sup>5</sup> O objetivo destas Normas, CPC 38 e IAS 39, é estabelecer princípios para o reconhecimento e mensuração de ativos financeiros, passivos financeiros e alguns contratos de compra ou venda de itens não financeiros.

são classificados como (a) empréstimos e recebíveis<sup>6</sup>, (b) investimentos mantidos até o vencimento<sup>7</sup> ou (c) ativos financeiros pelo valor justo<sup>8</sup> por meio do resultado. As operações de *hedge* podem ser classificadas em três categorias: (i) *hedge* de valor justo, (ii) de fluxo de caixa e (iii) de investimento no exterior. Para as operações classificadas como *hedge* de valor justo, as variações no valor justo do instrumento de *hedge* (derivativo) e do item objeto de *hedge* devem ser reconhecidas no resultado quando de sua ocorrência e concomitantemente. Para as operações classificadas como *hedge* de fluxo de caixa, as variações no instrumento de *hedge* devem ser contabilizadas no patrimônio líquido (ajustes de avaliação patrimonial), lá permanecendo até o momento da realização do item objeto de *hedge*. Nos *hedges* de investimentos no exterior, a variação do valor justo do instrumento de *hedge* também é contabilizada em conta de patrimônio líquido. Munter (1998) discute os critérios de derivativos para um *hedge* de fluxo de caixa além de examinar a contabilização de *hedges* de fluxo de caixa e discutir as implicações relacionadas para a geração de resultado abrangente.

## 2.2 PESQUISAS ANTERIORES

### 2.2.1 Modelo RIV

Ohlson (1995) desenvolve e analisa um modelo de valor de mercado de uma empresa no tocante aos lucros contemporâneos e futuros, os valores contábeis e dividendos. Em geral, esse artigo contribui para a literatura contábil com um modelo de referência que se pode usar para conceituar como o valor de uma empresa se

---

<sup>6</sup> Empréstimos e recebíveis são ativos financeiros não derivativos com pagamentos fixos ou determináveis que não são cotados em um mercado ativo.

<sup>7</sup> Os investimentos mantidos até o vencimento são ativos financeiros não derivativos com pagamentos fixos ou determináveis e vencimento fixo que uma entidade tem a capacidade de manter até o vencimento.

<sup>8</sup> Valor justo é o preço que seria recebido pela venda de um ativo ou que seria pago pela transferência de um passivo em uma transação não forçada entre participantes do mercado na data de mensuração.

relaciona com três variáveis contábeis, lucro, valor contábil do patrimônio líquido e dividendo. O modelo satisfaz uma série de propriedades atraentes e permite certo realismo na contabilidade: a teoria repousa diretamente sobre a CSR (*clean surplus relation*) e a característica de que os dividendos reduzem o valor contábil, mas deixam os valores atuais não afetados. Sem violar o preceito PVED (*present value of expected dividends*), obtêm-se expressões explícitas e básicas relacionando valor e retorno a dados contábeis. O artigo destaca o papel fundamental dos dados contábeis quando se tenta enfrentar um paradoxo: o valor presente dos dividendos esperados determina o valor de uma empresa, mas a previsão da sequência de dividendos é basicamente irrelevante se a política de dividendos subjacente é irrelevante. Soluciona-se este paradoxo ao estabelecer como os dividendos influenciam as atuais e futuras reações de dados contábeis.

Posteriormente, Feltham e Ohlson (1995), modelam a relação entre o valor de mercado de uma empresa e os dados contábeis relativos às atividades operacionais e financeiras. O valor contábil é igual ao valor de mercado das atividades financeiras, mas podem diferir para as atividades operacionais. Presume-se que o valor de mercado seja igual ao valor presente líquido dos dividendos futuros esperados, e é mostrado, sob a *clean surplus accounting*, também, que é igual ao valor contábil mais o valor presente líquido de lucros anormais futuros esperados.

### **2.2.2 Valor justo**

FASB define o valor justo como o montante em que um ativo (ou passivo) poderia ser comprado (ou incorrido) ou vendido (ou liquidado) em uma transação atual entre partes dispostas, ou seja, além de uma venda forçada ou liquidada (SFAS 157).

Muitos estudos abordam a relação empírica entre informações contábeis e valor de mercado. Barth (1994) examina como as estimativas do valor justo divulgadas dos títulos de investimento dos bancos e os ganhos e perdas de títulos estão refletidos nos preços das ações em comparação com os custos históricos. Barth relata que as estimativas do valor justo dos títulos de investimento fornecem um poder explicativo significativo além do fornecido pelos custos históricos. Nelson (1996) e Eccher et al. (1996) examinam a relevância do valor dos dados de valor justo divulgados nos termos do SFAS 107 para os anos de 1992 e 1993. Entretanto, ambos os estudos fornecem resultados mistos. Nelson (1996) fornece evidências de que a divulgação do valor justo não tem poder incremental em relação ao valor contábil, com exceção dos títulos de investimento em 1992. Eccher et al. (1996), por outro lado, informam que o valor justo dos títulos de investimento tem um poder explicativo incremental significativo.

Os resultados de Venkatachalam (1996) sugerem que as estimativas de valor justo para derivativos ajudam a explicar a variação transversal nos preços das ações dos bancos. Além disso, os valores justos têm poder explicativo incremental além das quantidades nominais de derivativos. Embora esses estudos examinem a relevância do valor justo para bancos e instituições financeiras, Simko (1999) examina o valor justo dos instrumentos financeiros de empresas não financeiras de acordo com o SFAS 107. Ele conclui que as divulgações de responsabilidade do SFAS 107 para 1993 e 1995 estão significativamente associadas com valores patrimoniais. No entanto, os ativos de instrumentos financeiros relacionados não possuem poder explicativo incremental. Isso se deve à falta de significância econômica do valor justo e das diferenças de valor contábil típica no caso das empresas não financeiras.

Bratten et al. (2014) examinaram se o aumento do uso de estimativas de valor justo em relatórios financeiros e a confiabilidade dessas estimativas afetam a capacidade de ganhos para prever fluxos de caixa futuros e ganhos futuros, considerando uma amostra de empresas de holdings bancárias de capital aberto e de capital fechado. Encontraram que a extensão da exposição a valores justos em relatórios financeiros aumenta a capacidade de lucro para prever fluxos de caixa futuros em bancos públicos e privados. Também encontraram algumas evidências sugerindo que os valores justos aumentam a capacidade dos ganhos atuais para prever lucros futuros.

No entanto, os críticos da contabilidade de valor justo estão preocupados com o fato de que o valor justo pode ser menos confiável do que os custos históricos, uma vez que os gerentes podem usar sua discricão para manipular a informação (AHMAD, 2000). Como resultado, os investidores podem relutar em base nas decisões de avaliação dessas estimativas subjetivas (BARTH, 1994). Outra preocupação é que os valores justos podem aumentar a volatilidade da receita em comparação com os custos históricos (BARTH, LANDSMAN & WAHLEN, 1995; FEAY & ABDULLAH, 2001).

### **2.2.3 *Value Relevance* e modelo de avaliação**

Segundo Barth et al. (2001), uma informação contábil será considerada relevante se possui uma associação com o valor de mercado da empresa ou das ações.

A literatura de relevância da informação contábil (*value relevance*), segundo Liu e Liu (2007), separa-se, principalmente, em dois tipos de modelos de avaliação: o modelo do retorno anual, baseado nos estudos de Easton e Harris (1991), o qual relaciona o retorno da ação ao lucro contábil; e o modelo *price model*, aperfeiçoado

a partir do modelo de Ohlson (1995). Segundo Kothari e Zimmerman (1995), estudos empíricos apontaram menor tendenciosidade dos coeficientes relacionados ao lucro no *price model* em relação ao modelo dos retornos anuais.

O uso de modelos desenvolvidos e aperfeiçoados a partir de Ohlson (1995), nas pesquisas empíricas contábeis, com a finalidade de avaliar o impacto de determinadas características ou condições na qualidade da informação contábil, é citado com frequência tanto na literatura internacional (HOLTHAUSEN & WATTS, 2001) quanto na literatura nacional (HUNGARATO & LOPES, 2008).

O modelo de Ohlson (1995), que será abordado neste trabalho, indica a relação entre o valor de mercado, os lucros anormais futuros e o patrimônio líquido, portanto, agregando informações correntes e futuras (SANTOS, LOPES & SILVA, 2010), enquanto o modelo de *value relevance* associa o nível de preço com o nível de valores das métricas contábeis, usualmente, patrimônio líquido e lucro.

#### **2.2.4 Outros resultados abrangentes**

Usando empresas relacionadas no S&P500, depois da Atualização dos Padrões Contábeis (APC) 2011-05, Kim (2016) examinou a apresentação de ORA nas demonstrações financeiras, e encontrou que 92% das empresas apresentavam em duas demonstrações separadas, mas consecutivas depois da APC 2011-05 e 94% das empresas que apresentavam mudanças do patrimônio líquido antes da APC 2011-05 mudaram para duas demonstrações separadas, mas consecutivas depois da APC 2011-05.

A volatilidade do ORA reflete como os movimentos de preços relacionados ao mercado, como câmbio e variações nos preços de ações, afetam os lucros futuros da empresa. Utilizando dados recolhidos manualmente de 2002-2006, Huang et al. (2015), encontraram que a volatilidade do ORA está positivamente associada às

taxas de auditoria e fornece um poder explicativo incremental significativo para taxas de auditoria acima do nível de ORA. Constataram também que o efeito da volatilidade de cada componente do ORA nas taxas de auditoria é consistente com a previsão de como isso pode afetar os lucros futuros de uma empresa. Esses resultados suportam esforços recentes do IASB para exigir que as empresas apresentem separadamente os componentes do ORA que podem afetar os ganhos futuros daqueles que podem não afetar lucros futuros. Baseado nessa literatura é possível estabelecer a seguinte hipótese:

**Hipótese 01:** Outros Resultados Abrangentes futuros têm relação com o valor de mercado corrente.

### **2.2.5 Componentes do ORA**

O'Hanlon e Pope (1999) encontram pouca evidência sugerindo que os componentes de ORA estejam correlacionados significativamente com retornos para uma amostra de empresas de UK de 1972 a 1992 usando dados coletados de demonstrações financeiras reais.

Kanagaretnam et al. (2009) encontram evidências de que ganhos e perdas não realizados em títulos disponíveis para venda e hedges de fluxo de caixa estão significativamente correlacionados com os preços das ações de empresas canadenses. As correlações são negativas para perdas não realizadas em hedges de fluxo de caixa e positivo para ganhos não realizados em hedges de fluxo de caixa. Além disso, esses autores acham que o resultado abrangente explica melhor os preços das ações do que o lucro líquido usando um teste de Vuong (1989), e um modelo de regressão de preço sobre o valor patrimonial por ação e o lucro líquido, incluindo ganhos e perdas não realizados em títulos DPV, tem um  $R^2$  ajustado mais

alto que os modelos que substituem ganhos e perdas não realizados em hedges de fluxo de caixa ou ajustes de conversão de moeda estrangeira para ganhos e perdas não realizados em títulos DPV.

Bratten et al. (2006), usando uma amostra de bancos, verificaram que os ajustes de valor justo incluídos no ORA podem prever ganhos tanto 1 quanto 2 anos à frente. Classificaram o ORA em três componentes: ganhos e perdas não realizados líquidos relacionados a mudanças nos valores justos de títulos de investimento classificados como disponíveis para venda, ganhos e perdas não realizados líquidos relacionados a mudanças nos valores justos dos contratos de derivativos classificados como hedges de fluxo de caixa e todos os outros ajustes incluídos no ORA (ajustes de conversão de moeda estrangeira e ajustes de responsabilidade mínima de pensão adicional). Encontraram que os ganhos e perdas líquidos não realizados em títulos disponíveis para venda estão positivamente associados a lucros futuros, os ganhos e perdas líquidos não realizados em contratos de derivativos classificados como hedge de fluxo de caixa estão negativamente associados a ganhos futuros.

Dong et al. (2014) investigaram o poder explicativo incremental dos títulos DPV para os valores de mercado dos bancos e retornos. Na análise de valor de mercado, controlaram para ganhos e perdas acumuladas não realizadas, outros componentes do valor contábil do patrimônio líquido, lucro líquido antes de itens extraordinários e DPV, e outros componentes do resultado abrangente. Os coeficientes de títulos de DPV nos modelos de valor de mercado e retorno são mais positivos para os bancos com maior crescimento de receita líquida.

Dhaliwal et al. (1999) acham que o ajuste de títulos DPV é o único componente de ORA que melhora a associação de retornos com renda, principalmente para instituições financeiras.

Títulos disponíveis para venda surgem devido à alteração nos valores justos da carteira de títulos disponíveis para venda. Vários estudos anteriores (por exemplo, Kanagaretnam et al., 2009; Dong et al., 2014; Dhaliwal et al., 1999; Campbell, 2015; Bratten et al., 2006) documentaram relação positiva entre títulos DPV e preços para bancos, seguradoras de propriedade e segurados de fundos fechados. Portanto, com base na literatura anterior, espera-se um coeficiente positivo para DPV. A partir disso, é possível formular a seguinte hipótese:

**Hipótese 02:** Títulos disponíveis para venda futuros têm relação positiva com o valor de mercado corrente.

Cahan et al. (2000) encontraram que a conversão de moeda estrangeira não é significativo para explicar o preço das ações, o que é um resultado esperado e se encaixa nas definições de ganhos transitórios de Ohlson (1999). Segundo Ohlson (1999), os ajustes decorrentes da conversão de moeda são imprevisíveis, irrelevantes na previsão de outras fontes de renda e não têm relevância na estimativa do valor intrínseco da empresa.

Goncharov e Hodgson (2011) acham que o ORA e o lucro abrangente são relevantes para os preços, mas não como o lucro líquido. Nenhum dos três componentes do ORA examinado (ajustes de reserva de reavaliação, ajustes de conversão de moeda estrangeira e ganhos e perdas não realizados em títulos disponíveis para venda) são relevantes para os preços após o controle do lucro líquido e do valor contábil. Esses autores acham que o ORA e o lucro abrangente são relevantes para mudanças nas metas de preços dos analistas, mas as

mudanças no ORA e no lucro abrangente não são. Eles também acham que os ajustes de reserva de reavaliação e os ajustes de conversão de moeda estrangeira são relevantes para as revisões de preços de analistas, enquanto ganhos e perdas não realizados em títulos DPV não são.

Louis (2003) encontra, para uma amostra de empresas de manufatura, que um ajuste de conversão de balanço positivo está associado a uma mudança negativa no valor da empresa.<sup>9</sup> A lógica é que um ajuste de conversão negativo normalmente surge quando a moeda local (estrangeira) se deprecia em valor. No entanto, a depreciação da moeda tenderá a reduzir os custos de mão de obra estrangeira, tornando seus produtos mais competitivos em um mercado global.

Conversão de moeda estrangeira decorre de mudanças na taxa de câmbio entre as moedas da controladora e de uma subsidiária estrangeira e a necessidade de consolidar duas ou mais entidades usando a moeda de relato da controladora (CPC 02 – “efeitos das mudanças nas taxas de câmbio e conversão de demonstrações contábeis”). Se o mercado perceber que os ganhos ou perdas de conversão de moeda estrangeira não estão tendo qualquer efeito no fluxo de caixa, não os colocaria em estoque. No entanto, se a mudança na taxa de câmbio indicar uma alteração importante nas condições econômicas nos países relacionados, os ganhos ou perdas de conversão podem se tornar informativos. Dado os cenários, não se pode fazer qualquer previsão quanto ao sinal esperado do coeficiente da conversão de balanço<sup>10</sup>.

Campbell (2015) investigou se ganhos e perdas não realizados em hedges de fluxo de caixa prevê mudanças na rentabilidade das empresas. Encontrou que os

---

<sup>9</sup> Resultados com artigos anteriores documentam uma relação positiva entre o ajuste de conversão de balanço e o valor da empresa, isso é atribuído devido às diferenças na metodologia e seleção da amostra, Louis (2003) incluiu apenas fábricas.

<sup>10</sup> Consistente com Ohlson (1999) e Cahan et al. (2000).

ganhos/perdas de hedge de fluxo de caixa não realizados estão negativamente associados aos retornos futuros das ações nos dois anos seguintes. Consistente com Chambers et al. (2007), Campbell (2015), também encontrou que os ganhos/perdas não realizados em títulos negociáveis e o ajuste de conversão de moeda estrangeira estão positivamente relacionados aos retornos atuais, enquanto os ganhos/perdas não cobertos de hedge de fluxo de caixa não estão relacionados aos retornos atuais. Mais importante ainda, o único componente do rendimento integral que tem uma relação com os retornos de ações de um ou dois anos à frente são os ganhos/perdas não realizados de hedge de fluxo de caixa.

Operações classificadas como hedge de fluxo de caixa são variações no instrumento de *hedge* que são contabilizadas no patrimônio líquido (ajustes de avaliação patrimonial), lá permanecendo até o momento da realização do item objeto de *hedge*. Estudos anteriores relatam que hedge de fluxo de caixa tem relação positiva com ganhos futuros. Bratten et al. (2006) registra que os ganhos e perdas líquidos não realizados em contratos de derivativos classificados como hedge de fluxo de caixa estão negativamente associados a ganhos futuros. Logo, espera-se um coeficiente negativo para hedge de fluxo de caixa. A partir disso, é possível formular a seguinte hipótese:

**Hipótese 03:** Hedge de fluxo de caixa futuro tem relação negativa com o valor de mercado corrente.

Mitra e Hossain (2009) examinaram a relevância dos ajustes de transição de pensão e outros componentes de receita abrangente (ORA) no ano de adoção inicial da Demonstração do Padrão de Contabilidade Financeira nº158 - Contabilização de Benefícios Definidos e Outros Planos de Pós-Aposentadoria – por meio de uma amostra de 697 empresas S&P com exercício no final do ano de 2006. Realizaram

várias análises de regressão transversal para testar a relevância de ajustes de transição de pensão e componentes de ORA na presença de várias medidas de lucros. Os resultados indicam que há uma relação negativa entre a mudança nos retornos das ações e a magnitude dos ajustes de transição da pensão e um impacto positivo dos hedges de fluxo de caixa nos retornos das ações.

O plano de benefício definido surge como resultado de uma obrigação adicional de pensão que excede os custos de serviços passados não reconhecidos. Como alterações de responsabilidade adicionais, plano de fundo de pensão irá mudar positivamente ou negativamente. Biddle e Choi (2006) examinam os preços deste ajuste e documentaram relação positiva com preços. Portanto, a previsão é que o coeficiente do plano de fundo de pensão com benefício definido será positivo.

**Hipótese 04:** Plano de fundo de pensão com benefício definido futuro tem relação positiva com o valor de mercado corrente.

## Capítulo 3

### 3. MODELO

Feltham e Ohlson (1995) fornecem uma versão para um modelo de avaliação, que iguala o valor de mercado de uma empresa ao valor contábil do patrimônio líquido da companhia mais o valor presente dos lucros anormais (residuais) esperados, conhecido como modelo de Ohlson-RIV (*Residual Income Valuation*).

#### 3.1 PREMISSAS DO MODELO

Antes de expor o modelo teórico, é primordial compreender as três premissas importantes para o desenvolvimento do modelo RIV: 1) o valor de mercado da empresa,  $P_t$ , é assumido igual ao valor presente dos dividendos esperados (PVED – *present value of expected dividends*) descontados à taxa de juros livre de risco,  $R_F$ . O PVED é dado por:  $P_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} R_F^{-\tau} E_t[\tilde{d}_{t+\tau}]$ , em que  $E_t(\cdot)$  é o operador de valor esperado, com base nas informações disponíveis na data  $t$ . Além disso, o PVED

assume como pressuposto que os investidores são neutros em relação aos riscos associados à empresa e, portanto, a fórmula não ajusta o risco no operador de valor esperado (ou taxa de desconto); 2) a noção do *clean surplus relationship* (CSR), que assume que todas as operações – excluindo as transações com acionistas –, que alterem o patrimônio líquido da empresa, sejam apresentadas nas contas do resultado. O CSR é dado por:  $d_t = x_t - (y_t - y_{t-1})$ , em que  $y_t$  representa o patrimônio líquido no período  $t$ ;  $d_t$  é o dividendo no período  $t$  e  $x_t$  mensura o lucro ou prejuízo da empresa ao final do período  $t$ ; 3) o conceito de *series sum zero* (SSZ), que é uma série infinita que decresce a uma taxa  $r$ . SSZ é definida por uma dada uma sequência  $\{y_t\}_{t=0}^{\infty}$ , então:

$$S = y_0 + \frac{y_1 - (1+r)y_0}{(1+r)} + \frac{y_2 - (1+r)y_1}{(1+r)^2} + \dots + \frac{y_t - (1+r)y_{t-1}}{(1+r)^t} + \dots$$

$$S = y_0 + \sum_{t=1}^{\infty} R_F^{-t} (y_t - R_F y_{t-1}).$$

Note que,  $R = 1 + r$  e no longo prazo  $S \rightarrow 0$ .

Assim sendo, considerando as três premissas e combinando com  $y_t = E_t(\tilde{b}_{t+\tau})$ , tem-se:

$$P_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} R_F^{-\tau} E_t[\tilde{d}_{t+\tau}]$$

$$P_t = y_0 + \sum_{\tau=1}^{\infty} R_F^{-\tau} (y_{\tau} - R_F y_{\tau-1}) + \sum_{\tau=1}^{\infty} R_F^{-\tau} E_t[\tilde{d}_{t+\tau}]$$

$$P_t = y_0 + \sum_{\tau=1}^{\infty} R_F^{-\tau} (E_t[\tilde{d}_{t+\tau}] + y_{\tau} - R_F y_{\tau-1})$$

$$P_t = b_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} R_F^{-\tau} (\tilde{b}_{t+\tau-1} + E[\tilde{x}_{t+\tau}] - R_F \tilde{b}_{t+\tau-1})$$

$$P_t = b_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} R_F^{-\tau} (\tilde{b}_{t+\tau-1} + E[\tilde{x}_{t+\tau}] - (\tilde{b}_{t+\tau-1} + r\tilde{b}_{t+\tau-1}))$$

$$P_t = b_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} R_F^{-\tau} E[\tilde{x}_{t+\tau} - r\tilde{b}_{t+\tau-1}]$$

$$P_t = b_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} R_F^{-\tau} E[\tilde{x}_{t+\tau}^a]$$

Em que:

$P_t$  é o valor de mercado da empresa no período  $t$ ;

$b_t$  é o valor contábil do patrimônio líquido da empresa no período  $t$ ;

$R_F^{-\tau} E[\tilde{x}_{t+\tau}^a]$  é o valor presente dos lucros anormais (residuais) esperados;

$R_F = 1 + r$ ,  $r$  é a taxa livre de risco.

### 3.2 OPERACIONALIZAÇÃO DO MODELO

Para operacionalizar o RIV, existem três possibilidades: i) realizar a projeção por um período explícito  $T$  e a partir de  $T + 1$  considerar que  $x_t^a = 0$ ; ii) realizar a projeção por um período explícito  $T$  e a partir de  $T + 1$  considerar que  $x_{t+\tau}^a$  é constante, isto é,  $x_{t+\tau}^a = x^a$ ; iii) realizar a projeção por um período explícito  $T$  e a partir de  $T + 1$  considerar que  $x_{T+\tau}^a = (1 + g)x_{T+\tau}^a = \omega x_{T+\tau}^a$ , em que  $\omega$  é a taxa de crescimento do lucro anormal.

Dessa forma, usando tais argumentos, o modelo RIV pode ser reescrito das seguintes maneiras:

$$i. \quad P_0 = b_0 + \sum_{t=1}^T R_F^{-t} \tilde{x}_t^a$$

$$\text{ii. } P_0 = b_0 + \sum_{t=1}^T R_F^{-t} \tilde{x}_t^a + R_F^{-T} (\tilde{x}_T^a / r)$$

$$\text{iii. } P_0 = b_0 + \sum_{t=1}^T R_F^{-t} \tilde{x}_t^a + R_F^{-T} [\omega \tilde{x}_T^a / (r - g)]$$

Considerando a relação do lucro abrangente com os outros resultados abrangentes,  $\tilde{x}_t^a = x_t - rb_{t-1}$ ,  $x_t = ll_t + ora_t$ , pode-se escrever a seguinte relação:  $\tilde{x}_t^a = (ll_t + ora_t) - rb_{t-1} \Leftrightarrow \tilde{x}_t^a = \left[ \frac{(ll_t + ora_t) - rb_{t-1}}{b_{t-1}} \right] b_{t-1} \Leftrightarrow \tilde{x}_t^a = \left[ \left( roe_t + \frac{ora_t}{b_{t-1}} \right) - r \right] b_{t-1}$ . Isto posto, é possível representar o modelo RIV da versão iii de outra maneira, considerando os componentes do ora, daí tem-se a seguinte relação:

$$P_t = b_t + \sum_{\tau=t+1}^T \frac{\left[ \left( roe_\tau + \frac{ora_\tau}{b_{\tau-1}} \right) - r \right] b_{\tau-1}}{(1+r)^\tau} + \frac{\omega(x_T - rb_{T-1}) / (r - g)}{(1+r)^T}$$

$$P_t = b_t + \sum_{\tau=t+1}^T \frac{\left[ \left( roe_\tau + \frac{dpv_\tau + hedge_\tau + cb_\tau + pens\tilde{a}o_\tau}{b_{\tau-1}} \right) - r \right] b_{\tau-1}}{(1+r)^\tau} + \text{valor terminal}$$

A partir disso, essa expressão de modelo mostra que o valor de mercado é função de um valor explícito e um valor terminal (que representa a perpetuidade). O valor explícito é função do custo de capital da empresa, do crescimento do patrimônio líquido, dos retornos sobre o patrimônio líquido anormais futuros e da razão entre os componentes dos outros resultados abrangentes do período  $\tau$  e o patrimônio líquido do período  $\tau - 1$ . O Modelo de Ohlson assume que custo de capital,  $r$ , é definido de forma não estocástica, considerando neutralidade ao risco e crenças homogêneas (Ohlson, 1995, p. 665).

Nesse trabalho, será considerado um modelo com valor terminal, pois segundo Penman (1998), o cálculo do valor do terminal<sup>11</sup> serve para corrigir o erro introduzido ao truncar o horizonte de previsão. Este erro surge naturalmente porque as previsões de ganhos/perdas além do horizonte são omitidas no truncamento. Mas o erro também é devido a previsões de ganhos/perdas até o horizonte. Se as previsões de retornos para o horizonte captarem o valor sem erro, não há necessidade de um valor terminal. Se não, um valor terminal é necessário para corrigir o erro.

Além disso, Penman (1998) mostra que, para um horizonte finito  $T$ , o ideal valor terminal para o RIV é o considerado no caso iii, no horizonte de previsão. No entanto, em média, o lucro abrangente foi negativo, o que fere a hipótese de crescimento do lucro para uso de tal fórmula. A solução encontrada foi utilizar o valor de mercado do período  $T$ , levado a valor presente, uma vez que o valor terminal representa a projeção do valor da empresa no período  $T$ .

---

<sup>11</sup> Penman (1998) ressalta que, na prática, as previsões são feitas por um número finito de anos e este truncamento do horizonte de previsão normalmente requer um cálculo de "valor terminal" no horizonte. Valores terminais, muitas vezes têm um efeito significativo sobre a avaliação, mas seu cálculo é por vezes *ad hoc* ou baseia-se em suposições duvidosas.

## Capítulo 4

### 4. METODOLOGIA

Nessa seção é descrito o processo realizado para captura das persistências do ORA e seus componentes, assim como a maneira que foi operacionalizado o modelo de Ohlson (RIV) com base nas relações contábeis.

As persistências são a capacidade de um item para prever valores futuros de si mesmo. Tais foram calculadas por meio dos coeficientes da regressão do ORA (e seus componentes) no período t com o ORA (e seus componentes) nos três períodos anteriores.

Com base nas equações, relações e construções teóricas descritas no capítulo 3, é viável definir um modelo de regressão em painel (com efeito fixo de empresa e de ano) determinando essas associações, com o objetivo de conhecer o impacto que existe entre tais variáveis contábeis e o valor de mercado, formulado pela seguinte equação:

$$\begin{aligned} VM_{it} = & \alpha + \pi_1 pl_{it} \\ & + \sum_{\tau=t+1}^T \beta_t LL_{it} + \sum_{\tau=t+1}^T \phi_t DPV_{it} + \sum_{\tau=t+1}^T \theta_t HEDGE_{it} + \sum_{\tau=t+1}^T \gamma_t CB_{it} \\ & + \sum_{\tau=t+1}^T \rho_t PENSÃO_{it} + \sum_{\tau=t+1}^T \delta_t OUTROS_{it} - \sum_{\tau=t+1}^T \lambda_t \Delta pl_{it} + \psi_1 VT_{it} + \varepsilon_{it}. \end{aligned}$$

Em que, as definições das variáveis encontram-se na Tabela abaixo.

Tabela 1: Descrição das variáveis.

Variável	Definição
$VM_{it}$	Valor de mercado total da empresa $i$ no período $t$ .
$pl_{it}$	Patrimônio líquido da empresa $i$ no período $t$ .
$LL_{it}$	Lucro líquido do período $\tau$ , trazido a valor presente.
$DPV_{it}$	Saldo em ORA de título disponível para venda do período $\tau$ , trazido a valor presente.
$HEDGE_{it}$	Saldo em ORA de hedge de fluxo de caixa do período $\tau$ , trazido a valor presente.
$CB_{it}$	Saldo em ORA de conversão de balanço do período $\tau$ , trazido a valor presente.
$PENSÃO_{it}$	Saldo em ORA de plano do fundo de pensão do período $\tau$ , trazido a valor presente.
$OUTROS_{it}$	Informações que não são classificadas em nenhum dos quatro componentes do ORA no período $\tau$ , trazido a valor presente.
$\Delta pl_{it}$	Custo de capital da empresa no período $\tau$ multiplicado pelo o patrimônio líquido do ano $\tau$ , trazido a valor presente. $\frac{rb_{\tau-1}}{(1+r)^\tau}$
$VT_{it}$	Valor de mercado total da empresa $i$ em T trazido a valor presente em $t$

Como o CPC 26 exige que as empresas apresentem um resultado abrangente em uma demonstração que é exibida com o mesmo destaque que outras demonstrações financeiras, foram examinadas a precificação de mercado dos componentes do ORA e os valores do ajuste de transição na mesma análise a partir do ano de 2010.

## Capítulo 5

### 5. ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

#### 5.1 COLETA DE DADOS

A Tabela 2 resume o procedimento realizado para a coleta da amostra. Inicialmente, foram extraídas 2916 observações de empresas/ano entre 2010 e 2015, nos demonstrativos financeiros de cada empresa, com informações suficientes para calcular os componentes do ORA (conversão de balanço, disponível para vendas, hedge de fluxo de caixa e plano de benefício definido), de empresas listadas na Bovespa, disponíveis no Sistema de Divulgação Externa disponibilizado no site da Bovespa<sup>12</sup>. Algumas informações não se enquadraram em nenhuma dessas quatro classificações do ORA e, portanto, foram classificadas como outros<sup>13</sup>.

Da base de dados Economatica, foram extraídas outras informações contábeis necessárias para estimar os modelos: patrimônio líquido, lucro líquido e valor de mercado. Além disso, também foi extraído a taxa SELIC média anual, totalizando 2286 observações empresa/ano. Para limitar o efeito de observações extremas, foi substituído o extremo de 1 por cento das observações de cada lado por meio do estimador *winsorized*, para todas as variáveis. A partir disso, organizou-se uma base com as informações coletadas no Sistema de Divulgação Externa da Bovespa e na Economatica contendo 2286 empresas/ano. Em seguida, foi criada outra base com dados em painel, uma vez que o valor de mercado do ano  $t$

---

<sup>12</sup> As informações dos componentes de outros resultados abrangentes foram coletadas, nos relatórios financeiros de cada empresa, por meio do link: [http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm).

<sup>13</sup> Ajustes de avaliação patrimonial foram classificados como outros devido à baixa frequência, isto é, poucas empresas adotaram a opção pelo custo atribuído.

depende das informações do ORA e seus componentes do ano  $\tau$ , em que  $t = 2010, 2011, 2012$  e  $\tau = t + 1, \dots, T$ . Isto é, para cada ano  $t$  existirá uma quantidade diferente de empresas que possuem todas as informações do modelo completas. Ademais, foram excluídas as empresas que reportaram patrimônio líquido negativo e com baixa liquidez, restando, portanto, 1967 observações. A base de dados usada para estimar os modelos tem 988 observações, devido a limitação de truncar os três anos iniciais como bases para comparação de valores futuros.

Para classificar empresas com baixa liquidez foi utilizado o índice de negociabilidade, proposto por Fortuna (2008, p. 472). O índice de negociabilidade da BM&FBOVESPA, que possibilita determinar as empresas com as ações mais líquidas em termos de negociação no mercado de capitais, foi extraído do sistema Econômica. Foram excluídas as observações com índice de negociabilidade inferior ao percentil 5% de cada ano. Esse tipo de exclusão busca eliminar *outliers* que possam distorcer a análise, como costuma ser feito em análises dos efeitos da liquidez em *asset pricing* (AMIHU, 2002).

Para representar o custo de capital  $r^{14}$  foi considerada a taxa livre de risco<sup>15</sup>, que é geralmente representada pelas taxas de juros históricas dos títulos públicos pós-fixadas na taxa do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC).

---

<sup>14</sup> Não será usada a metodologia do CAPM, pois a hipótese de eficiência de mercado implícita é bastante controversa na prática, especialmente na análise de empresas reguladas em mercados emergentes. Segundo Pereira (2001), ao se usar o CAPM para estimar o custo de capital próprio de empresas pertencentes a mercados emergentes, muitas vezes não é claro se as hipóteses de eficiência dos mercados são válidas.

<sup>15</sup> Muitas pesquisas usam a taxa SELIC como a taxa livre de risco (Lacey et al., 2009; Araújo et al., 2006; Araújo et al., 2010; Araújo et al., 2012, Bragança, 2006).

Tabela 2: Procedimento de seleção de amostra.

Fonte	Observações (empresa/ano)
Dados em Painel	
Observações empresas/ano entre 2010 e 2015, com informações suficientes para calcular o ORA, de empresas listadas na Bovespa.	2916
<u>Menos</u> exclusões de observações empresas/ano por:	(624)
Observações empresas/ano entre 2010 e 2015, com informações <b>insuficientes</b> para calcular a variável dependente e as independentes do modelo, de empresas com ações cotadas na Bovespa (coletadas no Economatica).	
Patrimônio líquido negativo	(242)
Baixa Liquidez	(77)
Observações empresas/ano usadas para estimar o modelo.	1967
Número de empresas por ano:	
2010	324
2011	331
2012	333
2013	324
2014	334
2015	321
Total	1967

## 5.2 ANÁLISES UNIVARIADAS

A Tabela 3 fornece estatísticas descritivas das informações necessárias para aplicação dos modelos descritos na seção 4, considerando todas as observações empresas/ano de 2010 a 2015 (painel A), a fim de conhecer o comportamento da amostra de modo geral. A Tabela 4 fornece as correlações de Pearson entre as

variáveis em análise. A Tabela 5 exibe as autocorrelações entre as variáveis em até 3 anos passados.

É útil considerar a relação do valor de mercado com o lucro líquido, uma vez que avaliam uma ação de diferentes pontos de vista. Com efeito, existe uma correlação significativamente positiva entre essas variáveis, indicando que os investidores estão propensos a pagar por uma ação que está mostrando-lhes um bom retorno. Por meio da Tabela 3 é possível ver que o lucro líquido médio foi positivo entre 2010 e 2015. A média de outros resultados abrangentes é positiva, mas a média de dois componentes é negativa: para ganhos e perdas não realizados em títulos disponíveis para venda e hedges de fluxo de caixa. O maior percentual dos outros resultados abrangentes está representado pelo saldo em conversão de balanço.

A volatilidade do ORA reflete como os movimentos de preços relacionados ao mercado afetam os lucros futuros da empresa. Destaca-se a volatilidade do ORA e seus componentes, evidenciando oscilações ao longo do tempo.

A Tabela 4, relata correlação negativa e significativa entre ganhos e perdas não realizados em títulos disponíveis para venda e o valor de mercado de empresas brasileiras, coerente com Kanagaretnam et al. (2009), que encontram que ganhos e perdas não realizados em títulos disponíveis para venda estão significativamente correlacionados com os preços das ações de empresas canadenses. Além disso, o ORA tem correlação positiva com o valor de mercado, coerente com Barth et. al (2001).

A Tabela 5 apresenta a autocorrelação para cada uma das variáveis para 3 *lags*. Outros resultados abrangentes têm estrutura de autocorrelação positiva para

os três *lags*. O componente do ORA com maior estrutura de autocorrelação foi o saldo em ORA de conversão de balanço.

Tabela 3: Estatísticas descritivas das variáveis originais.

Variável	N	Média	Desvio Padrão	Mín.	Máx.	P10	P50	P90
Painel A: Medidas resumo dos valores correntes do ORA, seus componentes e medidas de ajuste.								
$VM_t$	1505	7721418	21200000	12269.65	151000000	12269.65	1654950	151000000
$PL_t$	1877	1967151	2514780	21581	7985821	21581	867132	7985821
$LL_t$	1877	427415.6	1646646	-1517182	12100000	-1517182	46228	12100000
$DPV_t$	1774	-2038.08	49577.71	-346820	255269	-346820	0	255269
$HEDGE_t$	1774	-2884.93	50953.41	-366429	208671	-366429	0	208671
$CB_t$	1774	39029.19	234497.6	-117822	1897855	-117822	0	1897855
$PENSÃO_t$	1774	4449.521	72549.53	-236798	557472	-236798	0	557472
$OUTROS_t$	1774	8560.644	67187.02	-107085	577082	-107085	0	577082
$ORA_t$	1939	82500.6	607757	-1087498	5123965	-1087498	0	5123965

A Tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas do ORA, seus componentes e outras variáveis tomadas como medidas de ajuste, para  $t = 2010, \dots, 2015$ . O painel A exibe as medidas resumo: número de observações empresas/ano, média, desvio padrão, mínimo, máximo, percentil 10%, mediana e percentil 90%. As variáveis são definidas como:  $VM_t$  é o valor de mercado do período  $t$ ;  $LL_t$  é o lucro líquido do período  $t$ ;  $DPV_t$  é o saldo em ORA de título disponível para venda do período  $t$ ;  $HEDGE_t$  é o saldo em ORA de hedge de fluxo de caixa do período  $t$ ;  $CB_t$  é o saldo em ORA de conversão de balanço do período  $t$ ;  $PENSÃO_t$  é o saldo em ORA de plano do fundo de pensão do período  $t$ ;  $OUTROS_t$  são informações que não são classificadas em nenhum dos quatro componentes do ORA no período  $t$ ; ORA representa o outro resultado abrangente do período  $t$ .

Tabela 4: Correlação de Pearson.

	$VM_t$	$LL_t$	$DPV_t$	$HEDGE_t$	$CB_t$	$PENSÃO_t$	$OUTROS_t$	$ORA_t$
$VM_t$	1							
$LL_t$	0.6974***	1						
$DPV_t$	-0.0475*	-0.0432	1					
$HEDGE_t$	-0.0193	0.0087	0.0094	1				
$CB_t$	0.1561***	0.0956***	-0.0394	-0.0922***	1			
$PENSÃO_t$	-0.019	-0.0258	0.0445	-0.00868	-0.0145	1		
$OUTROS_t$	0.0493*	0.0643**	-0.2465***	-0.2117***	0.0013	-0.1780***	1	
$ORA_t$	0.1114***	0.1022***	0.3326***	0.1854***	0.4870***	0.3678***	-0.1178***	1

A Tabela 4 apresenta a correlação de Pearson entre ORA, seus componentes e outras variáveis. Os símbolos “\*\*\*”, “\*\*” e “\*” indicam que a correlação é significativa no nível de 1%, 5% e 10%. As variáveis são definidas como:  $VM_t$  é o valor de mercado do período  $t$ ;  $LL_t$  é o lucro líquido do período  $t$ ;  $DPV_t$  é o saldo em ORA de título disponível para venda do período  $t$ ;  $HEDGE_t$  é o saldo em ORA de hedge de fluxo de caixa do período  $t$ ;  $CB_t$  é o saldo em ORA de conversão de balanço do período  $t$ ;  $PENSÃO_t$  é o saldo em ORA de plano do fundo de pensão do período  $t$ ;  $OUTROS_t$  são informações que não são classificadas em nenhum dos quatro componentes do ORA no período  $t$ ; ORA representa o outro resultado abrangente do período  $t$ .

Tabela 5: Autocorrelação do ORA e seus componentes.

Autocorrelação do <i>Lag</i>	ORA	DPV	HEDGE	CB	PENSÃO	OUTROS
1	0.5289***	0.1147***	0.2000***	0.6994***	0.0062	0.3674***
2	0.3559***	0.3672***	0.2683***	0.5386***	0.1538***	0.2668***
3	0.3262***	0.2116***	0.1056***	0.6585***	-0.0961***	0.2221***

Essa Tabela reporta a autocorrelação entre as variáveis em até 3 anos passados. O símbolo “\*\*\*” indica que o coeficiente é significativo no nível de 1%. As variáveis são definidas como:  $DPV_t$  é o saldo em ORA de título disponível para venda do período  $t$ ;  $HEDGE_t$  é o saldo em ORA de hedge de fluxo de caixa do período  $t$ ;  $CB_t$  é o saldo em ORA de conversão de balanço do período  $t$ ;  $PENSÃO_t$  é o saldo em ORA de plano do fundo de pensão do período  $t$ ;  $OUTROS_t$  são informações que não são classificadas em nenhum dos quatro componentes do ORA no período  $t$ ; ORA representa o outro resultado abrangente do período  $t$ .

### 5.3 PERSISTÊNCIA DO ORA E SEUS COMPONENTES

Semelhante a Lipe (1986), o termo persistência será utilizado para capturar a capacidade de um item para prever valores futuros de si mesmo. A metodologia tipicamente aplicada na mensuração da persistência de ganhos é baseada em um modelo autoregressivo<sup>16</sup>.

Os ganhos e perdas do ORA podem ser não transitórios (persistência diferente de zero). A Administração das empresas faz escolhas relacionadas à seleção de investimentos e ao cronograma de vendas/repatriações de ativos, bem como o financiamento de planos de previdência e a duração dos contratos de derivativos (por exemplo, Lee et al., 2006). Como resultado, os ganhos e perdas da ORA podem refletir mais do que apenas mudanças imprevisíveis nas condições do mercado (JONES E SMITH, 2011).

Os ganhos e perdas do ORA podem permanecer no balanço do exercício antes do ativo subjacente ser vendido ou o passivo liquidado. Por exemplo, a Moody's considera que o ajuste de conversão de moeda estrangeira é um componente permanente do patrimônio líquido no balanço patrimonial; esses itens não devem ser realizados e, portanto, os ganhos e as perdas não devem ser reclassificados e reconhecidos como rendimentos (EMRICK, 2006). Assim, um ganho no período atual pode ser associado a uma perda em um período futuro (isto é, persistência negativa), ou ganho no futuro (ou seja, persistência positiva) ou nenhum deles. Assim, não está claro *ex ante* qual será a persistência de ganhos e perdas do ORA.

A Tabela 6 apresenta a persistência dos outros resultados abrangentes e seus componentes. Os valores podem ser interpretados como a resposta de cada variável

---

<sup>16</sup>Mcmillan, 2011; Sloan, 2005; Wu, 2015; Cable e Jackson, 2008; Resende, 2006.

no período  $t$  para uma variação nos períodos  $t - k$ .

Tabela 6: Persistência do ORA e seus componentes.

	Persistência do período $t - k$		
	$k = 1$	$k = 2$	$k = 3$
ORA	0.288***	0.086**	0.158***
DPV	-0.194***	0.267***	0.242***
HEDGE	0.200***	0.259***	0.093*
CB	0.598***	-0.027	0.54***
PENSÃO	-0.202***	0.118***	-0.181***
OUTROS	-0.072**	0.073**	0.141***

Esta Tabela apresenta as persistências calculadas a partir dos coeficientes de regressão estimados para o modelo da variável no período  $t$  regredida no período  $t - k$  ao longo do período de 2010-2015. As persistências são a capacidade de um item para prever valores futuros de si mesmo. Os símbolos “\*\*\*”, “\*\*” e “\*” indicam que o coeficiente é significativo no nível de 1%, 5% e 10%. As variáveis são definidas como:  $DPV_t$  é o saldo em ORA de título disponível para venda do período  $t$ ;  $HEDGE_t$  é o saldo em ORA de hedge de fluxo de caixa do período  $t$ ;  $CB_t$  é o saldo em ORA de conversão de balanço do período  $t$ ;  $PENSÃO_t$  é o saldo em ORA de plano do fundo de pensão do período  $t$ ;  $OUTROS_t$  são informações que não são classificadas em nenhum dos quatro componentes do ORA no período  $t$ ; ORA representa o outro resultado abrangente do período  $t$ .

Os ganhos ou perdas de ORA serão reclassificados quando o ativo for vendido ou o passivo liquidado. Por exemplo, se um título disponível para venda for vendido por um ganho, esse ganho será removido do ORA no balanço patrimonial e será reportado como um componente negativo do ORA, enquanto também será reconhecido como um componente positivo da renda líquida. Este artefato do tratamento contábil atual para ganhos e perdas de ORA pode levar à persistência negativa se a reclassificação ocorrer regularmente (JONES E SMITH, 2011).

O ORA tem persistência positiva em até 3 anos, indicando que um ganho de ORA no período atual está associado a um ganho de ORA no futuro. Ganhos e perdas em títulos disponíveis para venda tem persistência negativa em um ano, e

positiva nos outros, refletindo que um ganho no período atual está associado a uma perda em um período futuro de um ano, e ganho no futuro de dois a três anos. A mudança de sinal dos componentes do ORA podem vir do fato de existir reclassificação.

## Capítulo 6

### 6. RESULTADOS

Nessa seção são apresentados os resultados das análises de regressão com dados em painel entre os anos 2010 e 2015, analisando se o mercado precifica o ORA e seus componentes. Foi considerada uma abordagem que estuda o impacto do lucro abrangente futuro no valor de mercado corrente da empresa.

#### 6.1 AVALIAÇÃO DO VALOR DE MERCADO

A Tabela 7 apresenta os resultados das estimativas dos modelos que avaliam o impacto do ORA no valor de mercado. Ao analisar o Modelo 1 é possível afirmar que os lucros líquidos estão relacionados positivamente com o valor de mercado, o que significa dizer que empresas que possuem maiores lucros futuros apresentam maior valor de mercado médio hoje. Isto também pode significar que o mercado está precificando corretamente o lucro futuro em três anos.

Os coeficientes significativos do ORA exibem a importância de se precificar os mesmos. O ORA tem impacto negativo sobre o valor de mercado em um ano futuro e em dois e três anos à frente a relação é positiva, isso significa dizer que ganhos e perdas em ORA de um ano à frente diminuem o valor de mercado atual, mas um ganho no período de dois a três anos a frente associado a um ganho no período corrente.

Tabela 7: Regressão painel do valor de mercado sobre o ORA e medidas de ajustes.

Variável		Modelo 1					
		Modelo 1A		Modelo 1B		Modelo 1C	
$VM_{it}$	Sinal	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor		
$\alpha$		-17300000***	0.000	-13800000***	0.000	1746436	0.205
$pl_{it}$	(+)	1.03***	0.000	0.904***	0.000	0.113	0.525
$LL_{t+1}$	(+)	34.99***	0.000	24.87***	0.000	38.18***	0.000
$LL_{t+2}$	(+)	214.75***	0.000	298.39***	0.000		
$LL_{t+3}$	(+)	3558.56***	0.000				
$ORA_{t+1}$	(?)	-5.93*	0.074	-8.15**	0.004	3.95	0.242
$ORA_{t+2}$	(?)	185.30***	0.000	250.62***	0.000		
$ORA_{t+3}$	(?)	2627.85**	0.046				
$\Delta pl_{t+1}$	(+)	3.21***	0.000	2.98***	0.000	1.95***	0.000
$\Delta pl_{t+2}$	(+)	10.25***	0.001	6.62**	0.004		
$\Delta pl_{t+3}$	(+)	-41.82	0.195				
$VT_{it}$	(+)	-286.96***	0.000	-15.30***	0.000	-3.66***	0.000
N		536		545		548	
R <sup>2</sup>		0.5898		0.7528		0.7597	

A Tabela 7 apresenta os coeficientes estimados do Modelo 1. Os símbolos “\*\*\*”, “\*\*” e “\*” indicam que o coeficiente é significativo no nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. As variáveis são definidas como:  $VM_{it}$  é o valor de mercado da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $pl_{it}$  é o patrimônio líquido da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $LL_{\tau}$  é o lucro líquido do período  $\tau$ , trazido a valor presente; ORA representa o outro resultado abrangente do período  $\tau$ , trazido a valor presente;  $\Delta pl_{i\tau}$  é o custo de capital da empresa no período  $\tau$  multiplicado pelo o patrimônio líquido do ano  $\tau$ , trazido a valor presente;  $VT_{it}$  é o valor de mercado da empresa  $i$  em 2015, trazido a valor presente em  $t$ . Os modelos foram estimados com efeito fixo de empresa e de ano.

Modelo 1A:  $VM_{it} = \alpha + \pi_1 pl + \beta_1 LL_{i,t+1} + \beta_2 LL_{i,t+2} + \beta_3 LL_{i,t+3} + \phi_1 ORA_{i,t+1} + \phi_2 ORA_{i,t+2} + \phi_3 ORA_{i,t+3} - \lambda_1 \Delta pl_{i,t+1} - \lambda_2 \Delta pl_{i,t+2} - \lambda_3 \Delta pl_{i,t+3} + \psi_1 VT_{it} + \varepsilon_{it}$ .

Modelo 1B:  $VM_{it} = \alpha + \pi_1 pl + \beta_1 LL_{i,t+1} + \beta_2 LL_{i,t+2} + \phi_1 ORA_{i,t+1} + \phi_2 ORA_{i,t+2} - \lambda_1 \Delta pl_{i,t+1} - \lambda_2 \Delta pl_{i,t+2} + \psi_1 VT_{it} + \varepsilon_{it}$ .

Modelo 1C:  $VM_{it} = \alpha + \pi_1 pl + \beta_1 LL_{i,t+1} + \phi_1 ORA_{i,t+1} - \lambda_1 \Delta pl_{i,t+1} + \psi_1 VT_{it} + \varepsilon_{it}$ .

A Tabela 8 exibe os resultados das estimativas dos modelos que avaliam o impacto dos componentes do ORA no valor de mercado. Ao analisar o Modelo 2 é possível afirmar que lucros líquidos estão relacionados positivamente com o valor de mercado, coerente com o Modelo 1.

O saldo em ORA de conversão de balanço e *hedge* de fluxo de caixa tem relação negativa no primeiro ano e depois positiva, com o valor de mercado. O que significa dizer que a mudança na taxa de câmbio indica uma alteração importante nas condições econômicas nos países relacionados, tornando as perdas de conversão informativas, não gerando valor para as empresas no curto prazo (um ano) e gerando valor no longo prazo (três anos). A relação negativa pode se dar ao fato de existir erro na projeção do dólar. Ademais, o coeficiente associado ao *hedge* de fluxo de caixa é negativo para perdas não realizadas e, positivo para ganhos não realizados, consistente com Kanagaretnam et al. (2009).

Além disso, o plano de benefício definido impacta negativamente no valor de mercado atual. Esse resultado é contrário a Biddle e Choi (2006), que encontraram que os preços deste ajuste têm relação positiva com preços. Ainda, é possível concluir que a projeção do saldo em ORA em títulos disponíveis para vendas são positivos em até dois anos e, depois ficam negativos. Essa mudança de sinal pode existir devido à existência de reversão do saldo em ORA de título disponível para venda para lucro líquido, chamado reclassificação<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup> Alguns itens em ORA podem ter um efeito considerável no desempenho financeiro da empresa se eles fossem reclassificados por meio de lucro ou perda, mas esse impacto pode não ser claro com base na apresentação atual. As emendas abordam esta questão agrupando itens do ORA em conjunto com base no fato de eles poderem ou não ser “reciclados” para resultados.

Tabela 8: Regressão painel do valor de mercado sobre os componentes do ORA e medidas de ajustes.

Variável		Modelo 2					
		Modelo 2A		Modelo 2B		Modelo 2C	
$VM_{it}$	Sinal	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor		
$\alpha$		-29100000***	0.000	-30500000***	0.000	-242345.5	0.861
$pl_{it}$	(+)	1.38***	0.000	1.36***	0.000	0.17	0.321
$LL_{t+1}$	(+)	63.99***	0.000	43.03***	0.000	38.03***	0.000
$LL_{t+2}$	(+)	345.79***	0.000	463.39***	0.000		
$LL_{t+3}$	(+)	3638.8***	0.000				
$DPV_{t+1}$	(+)	51.93*	0.051	82.69***	0.001	28.92	0.184
$DPV_{t+2}$	(+)	-410.59**	0.046	272.71**	0.047		
$DPV_{t+3}$	(+)	-11591***	0.000				
$HEDGE_{t+1}$	(-)	-142.54**	0.041	-190.70**	0.011	206.58**	0.005
$HEDGE_{t+2}$	(-)	700.73	0.222	1893.89***	0.000		
$HEDGE_{t+3}$	(-)	19022.71***	0.001				
$CB_{t+1}$	(?)	-51.48**	0.019	-107.24***	0.000	-35.65	0.143
$CB_{t+2}$	(?)	67.9	0.689	-245.47	0.156		
$CB_{t+3}$	(?)	9092.21**	0.002				
$PENSÃO_{t+1}$	(+)	-30.28	0.463	-74.98**	0.021	-104.37***	0.000
$PENSÃO_{t+2}$	(+)	-958.26**	0.022	-1432.96***	0.000		
$PENSÃO_{t+3}$	(+)	3207.68	0.463				
$OUTROS_{t+1}$	(?)	68.42**	0.011	26.90	0.317	8.78	0.76
$OUTROS_{t+2}$	(?)	1138.86***	0.000	1297.46***	0.000		
$OUTROS_{t+3}$	(?)	43975.58**	0.007				
$\Delta pl_{t+1}$	(+)	4.41***	0.000	4.58***	0.000	2.43***	0.000
$\Delta pl_{t+2}$	(+)	12.07***	0.000	14.16***	0.000		
$\Delta pl_{t+3}$	(+)	-92.47**	0.002				
$VT_{it}$	(+)	-177.34**	0.012	-12.07***	0.000	-3.73***	0.000
N		490		505		516	
$R^2$		0,7554		0,7490		0,6034	

A Tabela 8 apresenta os coeficientes estimados do Modelo 2. Os símbolos “\*\*\*”, “\*\*” e “\*” indicam que o coeficiente é significativo no nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. As variáveis são definidas como:  $VM_{it}$  é o valor de mercado da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $pl_{it}$  é o patrimônio líquido da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $LL_{\tau}$  é o lucro líquido do período  $\tau$ , trazido a valor presente;  $DPV_{\tau}$  é o saldo em ORA de título disponível para venda do período  $\tau$ , trazido a valor presente;  $HEDGE_{\tau}$  é o saldo em ORA de hedge de fluxo de caixa do período  $\tau$ , trazido a valor presente;  $CB_{\tau}$  é o saldo em ORA de conversão de balanço do período  $\tau$ , trazido a valor presente;  $PENSÃO_{\tau}$  é o saldo em ORA de plano do fundo de pensão do período  $\tau$ , trazido a valor presente;  $OUTROS_{\tau}$  são informações que não são classificadas em nenhum dos quatro componentes do ORA no período  $\tau$ , trazido a valor presente;  $\Delta pl_{i\tau}$  é o custo de capital da empresa no período  $\tau$  multiplicado pelo o patrimônio líquido do ano  $\tau$ , trazido a valor presente;  $VT_{it}$  é o valor de mercado da empresa  $i$  em 2015, trazido a valor presente em  $t$ . Os modelos foram estimados com efeito fixo de empresa e de ano.

$$\begin{aligned} \text{Modelo 2A: } VM_{it} = & \alpha + \pi_1 pl + \beta_1 LL_{i,t+1} + \beta_2 LL_{i,t+2} + \beta_3 LL_{i,t+3} + \phi_1 DPV_{i,t+1} + \phi_2 DPV_{i,t+2} + \\ & \phi_3 DPV_{i,t+3} + \theta_1 HEDGE_{i,t+1} + \theta_2 HEDGE_{i,t+2} + \theta_3 HEDGE_{i,t+3} + \gamma_1 CB_{i,t+1} + \gamma_2 CB_{i,t+2} + \gamma_3 CB_{i,t+3} + \\ & \rho_1 PENSÃO_{i,t+1} + \rho_2 PENSÃO_{i,t+2} + \rho_3 PENSÃO_{i,t+3} + \delta_1 OUTROS_{i,t+1} + \delta_2 OUTROS_{i,t+2} + \\ & \delta_3 OUTROS_{i,t+3} - \lambda_1 \Delta pl_{i,t+1} - \lambda_2 \Delta pl_{i,t+2} - \lambda_3 \Delta pl_{i,t+3} + \psi_1 VT_{it} + \varepsilon_{it}. \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Modelo 2B: } VM_{it} = & \alpha + \pi_1 pl + \beta_1 LL_{i,t+1} + \beta_2 LL_{i,t+2} + \phi_1 DPV_{i,t+1} + \phi_2 DPV_{i,t+2} + \theta_1 HEDGE_{i,t+1} + \\ & \theta_2 HEDGE_{i,t+2} + \gamma_1 CB_{i,t+1} + \gamma_2 CB_{i,t+2} + \rho_1 PENSÃO_{i,t+1} + \rho_2 PENSÃO_{i,t+2} + \delta_1 OUTROS_{i,t+1} + \\ & \delta_2 OUTROS_{i,t+2} - \lambda_1 \Delta pl_{i,t+1} - \lambda_2 \Delta pl_{i,t+2} + \psi_1 VT_{it} + \varepsilon_{it}. \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Modelo 2C: } VM_{it} = & \alpha + \pi_1 pl + \beta_1 LL_{i,t+1} + \phi_1 DPV_{i,t+1} + \theta_1 HEDGE_{i,t+1} + \gamma_1 CB_{i,t+1} + \rho_1 PENSÃO_{i,t+1} + \\ & + \delta_1 OUTROS_{i,t+1} - \lambda_1 \Delta pl_{i,t+1} + \psi_1 VT_{it} + \varepsilon_{it}. \end{aligned}$$

## Capítulo 7

### 7. CONCLUSÃO

O presente trabalho investiga como os componentes de outros resultados abrangentes (ORA) futuros afetam o valor de mercado atual, das empresas listadas na Bovespa, após o ano de 2010. São consideradas duas abordagens para o ORA: 1) ORA agregado ao longo dos anos futuros; 2) componentes do ORA separados por anos futuros.

Utilizando o modelo de Ohlson (1995), foi evidenciado que os outros resultados abrangentes possuem relação estatisticamente significativa com o valor de mercado das empresas no período analisado.

Os resultados encontrados na análise do valor de mercado das empresas foram: os lucros líquidos estão relacionados positivamente com o valor de mercado, o que significa dizer que empresas que possuem maiores lucros futuros apresentam maior valor de mercado médio hoje.

O ORA tem impacto negativo sobre o valor de mercado em um ano futuro e em dois e três anos à frente a relação é positiva, isso significa dizer que ganhos e perdas em ORA de um ano à frente diminuem o valor de mercado atual, mas um ganho no período de dois a três anos a frente associado a um ganho no período corrente. Esse resultado vai de encontro com Park et al. (1999) e Evans et al. (2014), que encontram que os ganhos e perdas de valor justo não realizados, incluídos no ORA, podem prever o desempenho da empresa devido ao momento da venda de ativos, isto é, uma associação positiva entre ganhos não realizados e realizados e desempenho pode ocorrer quando os gerentes vendem ativos que anteriormente experimentaram um aumento no valor justo.

O saldo em ORA de conversão de balanço tem relação negativa no primeiro ano e depois positiva, com o valor de mercado. O que significa dizer que a mudança na taxa de câmbio indica uma alteração importante nas condições econômicas nos países relacionados, tornando as perdas de conversão informativas, não gerando valor para as empresas no curto prazo (um ano) e gerando valor no longo prazo (três anos).

O saldo em ORA de *hedge* de fluxo de caixa tem relação negativa no primeiro ano e depois positiva, com o valor de mercado, consistente com Kanagaretnam et al. (2009). Além disso, o plano de benefício definido impacta negativamente no valor de mercado atual. Esse resultado é contrário a Biddle e Choi (2006), que encontraram que os preços deste ajuste têm relação positiva com preços. A relação negativa pode existir devido à política de juros. No longo prazo, podem existir altos juros, conseqüentemente altas taxas de desconto, e isso afeta a economia de modo a diminuir o desempenho da empresa hoje.

Ainda, é possível concluir que a projeção do saldo em ORA em títulos disponíveis para vendas são positivos em até dois anos e, depois ficam negativos. Essa mudança de sinal pode existir devido à existência de reversão do saldo em ORA de título disponível para venda para lucro líquido, isto é, um título disponível para venda pode ser vendido por um ganho, esse ganho será removido do ORA no balanço patrimonial e será reportado como um componente negativo do ORA, enquanto também será reconhecido como um componente positivo da renda líquida.

Vale ressaltar que esses resultados repousam na falta de entendimento do mercado dessa nova rubrica devido à sua recente inclusão nas demonstrações contábeis, na baixa qualidade de evidenciação dos outros resultados abrangentes pelas empresas, impactando o correto entendimento pelo mercado de capitais e o

tamanho da amostra que foi afetada pela falta de valores dessa rubrica das companhias componentes do IBOVESPA, além do período de recessão vivido no Brasil no período em análise.

Como pesquisas futuras, sugere-se aplicar o mesmo modelo ao cenário internacional e ampliar o período considerado.

## REFERÊNCIAS

- AMIHUD, Yakov. Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. **Journal of Financial Markets**, v. 5, n. 1, p. 31-56, 2002.
- ARAÚJO, Daniel Loureiro et al. O risco de mercado do agronegócio brasileiro: uma análise comparativa entre os modelos CAPM e GARCH-M. **GESTÃO. Org-Revista Eletrônica de Gestão Organizacional**, v. 2, n. 3, 2010.
- ARAÚJO, Elisson Alberto Tavares; DO CARMO OLIVEIRA, Victor; SILVA, Wendel Alex Castro. CAPM em estudos brasileiros: uma análise da pesquisa. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 6, n. 15, p. 95, 2012.
- ARAÚJO, Eurilton; FAJARDO, José; TAVANI, Leonardo C. di. CAPM usando uma carteira sintética do PIB Brasileiro. **Estudos Econômicos (São Paulo)**, v. 36, n. 3, p. 465-505, 2006.
- AHMAD, N. Perakaunan nilai saksama: Kajian terhadap kerelevanan dan kebolehppercayaan maklumat perakaunan [Fair value accounting: Study on relevance and reliability of accounting information]. **Unpublished Master of Accounting Dissertation**, Universiti Kebangsaan Malaysia, Bangi, 2000.
- AHMED, Anwer S.; KILIC, Emre; LOBO, Gerald J. Does recognition versus disclosure matter? Evidence from value-relevance of banks' recognized and disclosed derivative financial instruments. **The Accounting Review**, v. 81, n. 3, p. 567-588, 2006.
- \_\_\_\_\_; TAKEDA, Carolyn. Stock market valuation of gains and losses on commercial banks' investment securities An empirical analysis. **Journal of Accounting and Economics**, v. 20, n. 2, p. 207-225, 1995.
- BARTH, Mary E. Fair value accounting: Evidence from investment securities and the market valuation of banks. **Accounting Review**, v. 69, n. 1, p. 1-25, 1994.
- \_\_\_\_\_; BEAVER, William H.; LANDSMAN, Wayne R. Value-relevance of banks' fair value disclosures under SFAS No. 107 (Digest Summary). **Accounting Review**, v. 71, n. 4, p. 513-537, 1996.
- \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. LANDSMAN, Wayne 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.
- BARTOV, Eli. Foreign currency exposure of multinational firms: Accounting measures and market valuation. **Contemporary Accounting Research**, v. 14, n. 4, p. 623, 1997.
- BRADSHAW, Mark T.; SLOAN, Richard G. GAAP versus the street: An empirical assessment of two alternative definitions of earnings. **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 1, p. 41-66, 2002.
- BRAGANÇA, Gabriel Fiuza de; ROCHA, Katia; CAMACHO, Fernando. A taxa de remuneração do capital e a nova regulação das telecomunicações. **Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**, 2006.
- BLACK, Dirk E. Other comprehensive income: a review and directions for future research. **Accounting & Finance**, 2016.

- BRATTEN, Brian; CAUSHOLLI, Monika; KHAN, Urooj. Usefulness of fair values for predicting banks' future earnings: evidence from other comprehensive income and its components. **Review of Accounting Studies**, v. 21, n. 1, p. 280-315, 2016.
- CABLE, John R.; JACKSON, Richard HG. The persistence of profits in the long run: a new approach. **International Journal of the Economics of Business**, v. 15, n. 2, p. 229-244, 2008.
- CAHAN, Steven F. et al. Value relevance of mandated comprehensive income disclosures. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 27, n. 9-10, p. 1233-1265, 2000.
- CAMPBELL, John L. The fair value of cash flow hedges, future profitability, and stock returns. **Contemporary Accounting Research**, v. 32, n. 1, p. 243-279, 2015.
- CHAMBERS, Dennis et al. An evaluation of SFAS No. 130 comprehensive income disclosures. **Review of Accounting Studies**, v. 12, n. 4, p. 557-593, 2007.
- CHAUDHRY, Asif et al. Statements of Profit or Loss and Other Comprehensive Income, and Changes in Equity. **2015 Interpretation and Application of International Financial Reporting Standards**, p. 75-94, 2015.
- CREADY, William; LOPEZ, Thomas J.; SISNEROS, Craig A. The persistence and market valuation of recurring nonrecurring items. **The Accounting Review**, v. 85, n. 5, p. 1577-1615, 2010.
- DE LIMA, C., Fávero, L. P. L., & de Almeida, J. E. F. Lucro Abrangente e Medidas de Risco Total e Sistemático de Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 7, n. 3, p. 1-37, 2016.
- DHALIWAL, Dan; SUBRAMANYAM, K. R.; TREZEVANT, Robert. Is comprehensive income superior to net income as a measure of firm performance?. **Journal of Accounting and Economics**, v. 26, n. 1, p. 43-67, 1999.
- DONG, Minyue; RYAN, Stephen; ZHANG, Xiao-Jun. Preserving amortized costs within a fair-value-accounting framework: reclassification of gains and losses on available-for-sale securities upon realization. **Review of Accounting Studies**, v. 19, n. 1, p. 242-280, 2014.
- DOS SANTOS, Odilanei Morais; LOPES, Alexsandro Broedel; DA SILVA, Paula Danyelle Almeida. **Value relevance dos métodos contábeis full cost e successful efforts em empresas petrolíferas e considerações sobre a futura norma internacional das atividades extrativistas**. 2010.
- ECCHER, Elizabeth A.; RAMESH, Krishnamoorthy; THIAGARAJAN, S. Ramu. Fair value disclosures by bank holding companies. **Journal of accounting and economics**, v. 22, n. 1, p. 79-117, 1996.
- ELLIOTT, John A.; HANNA, J. Douglas. Repeated accounting write-offs and the information content of earnings. **Journal of accounting research**, v. 34, pp. 135-155, 1996.
- EMRICK, Craig; WASDEN, Mark; YOUNG, Robert. **Moody's approach to other comprehensive income items when calculating effective leverage for finance companies**. 2006.

- FEAY, William F.; ABDULLAH, Faud A. Impact of new derivative disclosures on multinational firms' financing strategies. **Multinational Business Review**, v. 9, n. 1, p. 1, 2001.
- FELTHAM, Gerald A.; OHLSON, James A. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. **Contemporary accounting research**, v. 11, n. 2, p. 689-731, 1995.
- FORTUNA, E. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. Qualitymark Editora Ltda, 2008.
- FRANKEL, Richard; LEE, Charles MC. Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns. **Journal of Accounting and economics**, v. 25, n. 3, p. 283-319, 1998.
- GONCHAROV, Igor; HODGSON, Allan. Measuring and reporting income in Europe. **Journal of International Accounting Research**, v. 10, n. 1, p. 27-59, 2011.
- HIRST, D. Eric; HOPKINS, Patrick E. Comprehensive income reporting and analysts' valuation judgments. **Journal of Accounting Research**, v. 36, p. 47-75, 1998.
- HOLTHAUSEN, Robert W.; WATTS, Ross L. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. **Journal of accounting and economics**, v. 31, n. 1, p. 3-75, 2001.
- HUANG, Hua-Wei; LIN, Steve; RAGHUNANDAN, Kannan. The Volatility of Other Comprehensive Income and Audit Fees. **Accounting Horizons**, v. 30, n. 2, p. 195-210, 2015.
- HUNGARATO, Arildo; LOPES, Alexsandro Broedel. Value-relevance dos gastos em P&D para o preço das ações das empresas brasileiras negociadas na Bovespa. **Simpósio de Gestão da Inovação Tecnológica**, v. 25, p. 2008, 2008.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. **A Review of the Conceptual Framework for Financial Reporting**. International Accounting Standards Board, 2013.
- JONES, Denise A.; SMITH, Kimberly J. Comparing the value relevance, predictive value, and persistence of other comprehensive income and special items. **The Accounting Review**, v. 86, n. 6, p. 2047-2073, 2011.
- KANAGARETNAM, Kiridaran; MATHIEU, Robert; SHEHATA, Mohamed. Usefulness of comprehensive income reporting in Canada. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 28, n. 4, p. 349-365, 2009.
- KIM, Jung Hoon. Presentation formats of other comprehensive income after accounting standards update 2011-05. **Research in Accounting Regulation**, v. 28, n. 2, p. 118-122, 2016.
- KINNEY, Michael; TREZEVANT, Robert. The Use of Special Items to Manage Earnings and Perceptions (Digest Summary). **Journal of Financial Statement Analysis**, v. 3, n. 1, p. 45-53, 1997.
- LACEY, Joseph et al. Estimativa do custo de capital próprio de pequenas empresas através do CAPM. **Revista Alcance**, v. 11, n. 2, p. 227-238, 2009.
- LIPE, R. C. The information contained in the components of earnings. **Journal of Accounting Research**, v. 24, p. 37-64, 1986.

- LOUIS, Henock. The value relevance of the foreign translation adjustment. **The Accounting Review**, v. 78, n. 4, p. 1027-1047, 2003.
- MACHADO, T. R. B. (2016). Influência da volatilidade do resultado abrangente sobre a value relevance das informações contábeis reportadas por companhias abertas brasileiras.
- MAINES, Lauren A.; MCDANIEL, Linda S. Effects of comprehensive-income characteristics on nonprofessional investors' judgments: The role of financial-statement presentation format. **The Accounting Review**, v. 75, n. 2, p. 179-207, 2000.
- MCMILLAN, David G.; WOHAR, Mark E. Profit persistence revisited: the case of the UK. **The Manchester School**, v. 79, n. 3, p. 510-527, 2011.
- MITRA, Santanu; HOSSAIN, Mahmud. Value-relevance of pension transition adjustments and other comprehensive income components in the adoption year of SFAS No. 158. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 33, n. 3, p. 279-301, 2009.
- MUNTER, Paul. Cash flow hedges: The new comprehensive income item. **Journal of Corporate Accounting & Finance**, v. 9, n. 4, p. 27-32, 1998.
- NELSON, Karen K. Fair value accounting for commercial banks: An empirical analysis of SFAS No. 107. **Accounting Review**, p. 161-182, 1996.
- O'HANLON, JOHN F.; POPE, Peter F. The value-relevance of UK dirty surplus accounting flows. **The British Accounting Review**, v. 31, n. 4, p. 459-482, 1999.
- OHLSON, James A. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. **Contemporary accounting research**, v. 11, n. 2, p. 661-687, 1995.
- PENMAN, Stephen H. A synthesis of equity valuation techniques and the terminal value calculation for the dividend discount model. **Review of Accounting Studies**, v. 2, n. 4, p. 303-323, 1998.
- PEREIRO, Luis E. The valuation of closely-held companies in Latin America. **Emerging Markets Review**, v. 2, n. 4, p. 330-370, 2001.
- PETRONI, Kathy Ruby; WAHLEN, James Michael. Fair values of equity and debt securities and share prices of property-liability insurers. **Journal of Risk and Insurance**, v. 62, n. 4, p. 719-737, 1995.
- REES, Lynn L.; SHANE, Philip B. Academic research and standard-setting: The case of other comprehensive income. **Accounting Horizons**, v. 26, n. 4, p. 789-815, 2012.
- RESENDE, Marcelo. Profit persistence in Brazil: a panel data study. **Estudos Econômicos (São Paulo)**, v. 36, n. 1, p. 115-126, 2006.
- SLOAN, R. G. Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?', *Accounting Review*, v. 71, n. 3, July, 289-315. **International Library of Critical Writings In Economics**, v. 187, n. 2, p. 382, 2005.
- TABOADA, L. E., Pereira de Macedo, R., & Giarola Vilamaior, A. Lucro líquido versus lucro abrangente: uma análise empírica da volatilidade. **Revista Universo Contábil**, v. 8, n. 4, p. 06-18, 2012.
- VENKATACHALAM, Mohan. Value-relevance of banks' derivatives disclosures. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, n. 1, p. 327-355, 1996.

VUONG, Quang H. Likelihood ratio tests for model selection and non-nested hypotheses. **Econometrica: Journal of the Econometric Society**, v. 57, n. 2, p. 307-333, 1989.

WU, Po-Chin; LIU, Shiao-Yen; PAN, Sheng-Chieh. The impact of monetary policy on oil price persistence: An application of the smooth regime-switching model. **The Journal of International Trade & Economic Development**, v. 24, n. 1, p. 24-42, 2015.