

USEFULNESS OF THE OVERALL RESULT FOR MARKET VALUE: THE CASE OF Euronext LISBON

ABSTRACT: This research aims to study the importance of the global result compared to the net result of the components of another global result, considering the year and the sector factors, for the price and return of the securities traded on the Euronext Lisbon. Based on the reports and consolidated accounts (36 companies and 211 observations) with quoted securities (2010-2015), the goal is to know if the components of the comprehensive financial results have an explanatory power, and if such results are valued by investors in the price and return model. The option for the comparative analysis of models allows more solid and relevant conclusions. A statistically significant difference between the global result and the net result is confirmed. A statistically significant difference between the overall result and the net result is confirmed. However, it is not consistent within the analysis for each year or sector, which shows the influence of each sector's characteristics and the irregular nature (value and signal) of the components of other global results for each year. It is confirmed this information is reflected on the market value when it is material or signals market risks. The results of this research are consistent with other studies, but limited by the size of the sample and the small size of some sectors. However, this study contributes to the literature on this subject since results validate the controversy about the relevance of a global result and become important for normalizing and regulatory entities in relation to their request for detailed information on the overall result. These findings are also important for analysts and investors, considering the nature of the expected impact in the creation of market value.

KEYWORDS: Euronext Lisbon, other global result, global result, net result, market value.

UTILIDAD DEL RESULTADO GLOBAL PARA EL VALOR DEL MERCADO: CASO Euronext LISBON

RESUMEN: Esta investigación tiene como objetivo estudiar la importancia del resultado global en comparación con el resultado neto de los componentes de otro resultado global, considerando el factor año y sector, para el precio y retorno de los valores cotizados en la Euronext Lisbon. Con base en los informes y cuentas consolidadas divulgados entre el 2010 y el 2015 (36 empresas e 211 observaciones), se desea saber si los componentes del resultado integral incrementan poder explicativo al resultado neto y si, en el modelo del precio y del retorno, son incorporados al valor de mercado de las entidades. El análisis comparado de los modelos permite conclusiones más sólidas y, por consiguiente, más pertinentes. Se confirma una diferencia estadísticamente significativa entre el resultado global y el resultado neto. Sin embargo, no es consistente en el análisis de cada año o sector, lo que sugiere el efecto de las características de cada sector y la naturaleza irregular (valor y señal) de los componentes de otro resultado global en cada año. Se confirma que esta información se refleja en el valor de las acciones cuando es material o señala riesgos de mercado. Las conclusiones de esta investigación son consistentes con otros estudios y son pertinentes para las entidades normalizadoras y reguladoras por permitir calcular la información a detallar en el resultado global para analistas e inversionistas, por la naturaleza de los impactos esperados en la formación del valor de mercado.

PALABRAS CLAVE: Euronext Lisbon, otro resultado global, resultado global, resultado neto, valor del mercado.

L'UTILITÉ DU RÉSULTAT GLOBAL POUR LA VALEUR DE MARCHÉ : LE CAS D'Euronext LISBON

RÉSUMÉ: L'objectif de cette recherche est d'étudier l'importance du résultat global par rapport au résultat net des composantes d'un autre résultat global, en considérant l'année et le facteur sectoriel, pour le prix et le rendement des titres négociés sur Euronext Lisbon. Sur la base des rapports et des comptes consolidés (36 entreprises et 211 observations) avec des titres cotés (2010-2015), on veut savoir si les composantes du résultat global ont un pouvoir explicatif et si ces résultats, dans le modèle de prix et de rendement, sont évalués par les investisseurs. L'option pour l'analyse comparative des modèles permet des conclusions plus solides et, par conséquent, plus pertinentes. Une différence statistiquement significative entre le résultat global et le résultat net est confirmée. Cependant, ils ne sont pas cohérents dans l'analyse de chaque année ou de chaque secteur, ce qui suggère que, compte tenu du caractère irrégulier des composantes des autres résultats globaux, ils ne sont reconnus que s'ils sont significatifs ou s'ils indiquent des risques de marché. On confirme que cette information se reflète dans la valeur de marché lorsqu'elle est significative ou qu'elle signale des risques de marché. Les résultats de cette recherche sont cohérents avec d'autres études, mais limités par la taille de l'échantillon et la dimension réduite de certains secteurs. Cependant, cette étude contribue à la littérature, car les résultats valident la controverse sur la pertinence du résultat global, et ils sont pertinents pour les entités normalisatrices et régulatrices dans le sens d'exiger des informations détaillées sur le résultat global, pour les analystes et investisseurs, en raison de la nature des impacts attendus dans la formation de la valeur de marché.

MOTS-CLÉ: Euronext Lisbon, un autre résultat global, résultat global, résultat net, valeur de marché.

CITACIÓN: Gonçalves, C., Andraz, G., Guerreiro, J., & Fernandes, S. (2018). A utilidade do resultado integral: caso Euronext Lisbon. *Innovar*, 28(69), 25-40. doi: 10.15446/innovar.v28n69.71 694.

ENLACE DOI: <https://doi.org/10.15446/innovar.v28n69.71 694>.

CLASIFICACIÓN JEL: M41, M48, G14.

RECIBIDO: febrero 2017. **APROBADO:** abril 2017.

DIRECCIÓN DE CORRESPONDENCIA: José Rodrigo Correia Guerreiro. Universidade do Algarve. Escola Superior de Gestão Hotelaria e Turismo (ESGHT). Campus da Penha, 8000. Faro, Portugal.

A utilidade do resultado integral: caso Euronext Lisbon*

Cristina Gonçalves

Mestre em Ciências Económicas e Empresariais
Professora adjunta, Universidade do Algarve
Faro, Portugal
Centre for Spatial and Organizational Dynamics
cjesus@ualg.pt
<https://orcid.org/0000-0003-2671-9024>

Georgette Andraz

Ph. D. em Gestão
Professora adjunta, Universidade do Algarve
Faro, Portugal
Centro de Estudos e Formação Avançada em Gestão e Economia da
Universidade de Évora
gandraz@ualg.pt
<http://orcid.org/0000-0001-5553-7620>

José Guerreiro

Licenciado em Gestão
Professor adjunto, Universidade do Algarve
Faro, Portugal
jrodrigo@ualg.pt
<http://orcid.org/0000-0002-5298-0843>

Santana Fernandes

Ph. D. em Administração Empresarial
Professor adjunto, Universidade do Algarve
Faro, Portugal
jsfer@ualg.pt
<https://orcid.org/0000-0003-2768-1611>

RESUMO: Analisa-se a relevância do resultado integral versus resultado líquido das componentes do outro resultado integral, considerando os fatores ano e setor, para o preço e retorno dos títulos cotados na Euronext Lisbon. Com base nos relatórios e contas consolidadas do período 2010-2015 (36 empresas e 211 observações), procura-se aferir se as componentes do resultado integral acrescentam poder explicativo ao resultado líquido e, recorrendo aos modelos do preço e do retorno, se são incorporadas no valor de mercado. A análise comparada dos modelos permite conclusões mais robustas e pertinentes sobre a utilidade do outro resultado integral. Confirma-se uma diferença estatisticamente significativa entre o resultado integral e o resultado líquido. Numa análise anual e sectorial, essa diferença não é consistente, sugerindo o efeito das características de cada setor e a natureza irregular (valor e sinal) das componentes do outro resultado integral em cada ano. Essa informação é refletida no valor das ações quando é material ou sinaliza riscos de mercado. As conclusões são consistentes com outros estudos e são pertinentes para as entidades normalizadoras e reguladoras, por permitir equacionar a informação a detalhar no resultado integral, para analistas e investidores, pela natureza dos impactos esperados na formação do valor de mercado.

PALAVRAS-CHAVE: Euronext Lisbon, outro resultado integral, resultado integral, resultado líquido, valor de mercado.

* Este artigo é financiado por Fundos Nacionais através da Fundação para a Ciência e a Tecnologia (FCT) no âmbito do projeto UID/SOC/04020/2013.

Introdução

No contexto do paradigma da utilidade, nos termos da Estrutura Conceptual para a Apresentação e Preparação de Demonstrações Financeiras do International Accounting Standards Board (IASB), adiante referida por Estrutura Conceptual, analisa-se se a informação evidenciada pelo resultado integral se distingue, significativamente, da apresentada pelo resultado líquido do período. Nesse contexto, uma informação financeira é útil se tem impacto nos valores apresentados nas demonstrações financeiras, se é integrada nos modelos de tomada de decisão e se tem reflexo nas condições de negociação e no valor de mercado das entidades.

A evolução da International Accounting Standard (IAS) 1, quanto à exigência da apresentação do outro rendimento integral (ORI), reflete a preocupação do IASB em promover a solução considerada mais adequada. A IASB 1 (1997) preconizava inicialmente a apresentação dos resultados em duas componentes separadas: uma demonstração dos resultados do período e uma demonstração de alterações no capital próprio, evoluindo (revisão de 2007) para uma única demonstração financeira, em duas secções (resultado líquido e ORI), permitindo, contudo, que as componentes do ORI fossem apresentadas separadamente. Uma alteração a essa norma (2010) veio clarificar as componentes que compreendem o ORI e exigir a sua apresentação de forma separada, conforme possam ou não ser reclassificadas no futuro em resultados do período, assim como o respetivo impacto fiscal se os itens forem apresentados antes de impostos. As recentes alterações (entrada em vigor em 2016 na União Europeia) incorporaram a preocupação da materialidade e a necessidade da desagregação dos itens da demonstração dos resultados e do ORI, se, dessa forma, fornecer informação útil para os utilizadores.

À luz da teoria da eficiência dos mercados, não é expectável que alterações na apresentação do ORI induzam alterações significativas no valor dos títulos, na medida em que não alteram os valores contabilísticos existentes. Contudo, à luz da teoria positiva da contabilidade, a ênfase do ORI, de natureza mais transitória, volátil e de risco mais elevado (Khan & Bradbury, 2014), pode ter efeitos no preço das ações.

Este estudo analisa os resultados líquido e integral e os componentes do ORI retirados dos relatórios e contas consolidadas de 36 empresas com títulos cotados na Euronext Lisbon (2010-2015). Os dados são comparáveis porque, por imposição legal, as contas consolidadas dessas empresas são preparadas e apresentadas com base nas IAS. Define-se como objetivos analisar a relevância do resultado integral *versus* resultado líquido das componentes do outro

resultado integral, considerando os fatores ano e setor, para o preço e retorno dos títulos cotados.

Este estudo distingue-se, em face de trabalhos similares, pela múltipla abordagem estatística, que inclui a análise de modelos encaixados e não encaixados, e modelos de regressão múltipla, que permitem, de forma combinada, maior robustez dos resultados.

Confirma-se uma diferença estatisticamente significativa, em termos médios, entre o resultado integral e o resultado líquido. No entanto, os resultados não são consistentes quando se analisam por ano e setor, sugerindo que, dado o carácter irregular das componentes do ORI, apenas são relevados pelos investidores quando são materiais ou sinalizam riscos de mercado.

Após esta primeira secção de introdução, seguem-se três secções. Na segunda, apresenta-se o enquadramento teórico e as hipóteses de investigação, seguida (terceira secção) do estudo empírico, que inclui metodologia e resultados. Na secção quatro, termina-se com as respetivas conclusões.

Enquadramento teórico e hipóteses

Os resultados líquido e integral têm sido objeto de estudos que se debruçam sobre o seu poder explicativo (Chambers, Linsmeier, Shakespeare & Sougiannis, 2007; Cheng, Cheung & Gopalakrishnan, 1993; Devallé & Magarini, 2012; Dhaliwal, Stibramanyam & Trezevant, 1999). O interesse pelas componentes do ORI, designadamente as resultantes de revalorizações de ativos (Aboody, Barth & Kasznik, 1999; Barth & Clinch, 1998; O'Hanlon & Pope, 1999) e das reservas resultantes da conversão cambial (Dhaliwal et al., 1999; O'Hanlon & Pope, 1999) estiveram, desde cedo, presentes, contudo numa abordagem em que a sua relevância é analisada por item, e não de forma conjunta. Já Cheng, Liu e Schaefer (1997) e Cahan, Courtenay, Gronewoller e Upton (2000) analisam em que medida a informação sobre o ORI introduz um valor incremental para os investidores, face da contida no resultado líquido. Biddle e Choi (2006) concluem que o resultado integral promove o acréscimo de utilidade, atendendo ao conteúdo da informação e ao poder preditivo, não confirmando as conclusões de Dhaliwal et al. (1999) de que o resultado integral, com exceção do setor financeiro, não se encontra associado ao valor do mercado.

Quanto ao poder explicativo do resultado integral, Pinheiro, Macedo e Vilamaior (2012) concluíram existir volatilidade do resultado líquido se fosse adicionado de ORI. Esses autores, assim como Serrat, Gutiérrez e Guerreiro (2013), confirmam que o resultado integral apresenta um grau de volatilidade superior ao do resultado líquido. Tsuji (2013)



concluiu que o resultado líquido tem um poder preditivo superior ao resultado integral quanto ao desempenho futuro das empresas.

Outros autores abordam a relevância dos resultados na perspectiva dos indicadores, designadamente os resultados por ação (básico ou diluído), o *return on equity* (ROE) e o *return on assets* (ROA), indicadores que o mercado mais valoriza (Mokhtar, Shuib & Mohamad, 2014).

Os indicadores financeiros são geralmente aceites como fonte de informação e preditores do retorno do mercado (Bower & Bower, 1969; Kheradyar & Ibrahim, 2011; Lewellen, 2004). A evidência obtida para os indicadores acima referidos tem sido diversa. Marchini e D'Este (2015) confirmaram que o ROE construído com o resultado integral ou com o resultado líquido apresentava diferenças significativas nas empresas com títulos cotados no Milan Stock Exchange (2007-2012), com exceção do ano de 2010. Resultados semelhantes foram obtidos por Fernandez e Arana (2010), que, no período de 2004-2008, encontraram diferenças significativas nos anos de 2005, 2007 e 2008. Já Curcino, Lemes e Botinha (2014) não encontram

diferenças significativas nem entre o ROE, nem nos resultados por ação, calculados com o resultado integral ou o resultado líquido.

A relevância da informação é afetada pela sua natureza e materialidade (Estrutura Conceptual). Considerando a materialidade um pré-requisito da relevância, analisa-se em que medida o ORI introduz uma variação significativa na quantia apresentada em resultado líquido. Dessa forma, considera-se existir uma diferença material induzida pelo ORI, se a diferença entre o resultado integral e o resultado líquido for estatisticamente significativa, quer em valor absoluto, quer no seu contributo nos indicadores ROA, ROE e resultado por ação básico. Nesse sentido, explicita-se a hipótese 1: o resultado integral apresenta diferenças materiais (estatisticamente significativas) em relação ao resultado líquido, em termos absolutos ou através dos indicadores ROE, ROA e resultado por ação básico.

Apesar de Cheng et al. (1993) não terem encontrado diferenças significativas entre o resultado líquido e resultado integral, esse estudo deu origem a análises posteriores que

permitiram concluir sobre a importância de determinados componentes desses resultados.

Segundo a IAS 1 (2007), as componentes do ORI incluem os ajustamentos de valor decorrentes (ganhos ou perdas) da transposição cambial (IAS 21), das alterações no excedente de revalorização (IAS 16 e 38), da atualização atuarial de planos de benefícios definidos (IAS 19), da remensuração de ativos financeiros disponíveis para venda (IAS 39), da parte eficaz das variações de valor em instrumentos de cobertura numa cobertura de fluxo de caixa (IAS 39/International Financial Reporting Standards – IFRS – 9). A importância da informação relevada por algumas dessas rúbricas tem sido objeto de diversos estudos com conclusões nem sempre convergentes.

Dhaliwal et al. (1999) concluem que o elemento do ORI que melhor se relaciona com o retorno do mercado é o ajustamento aos ativos financeiros. Contudo, outros autores encontraram relações mistas, designadamente Eccher, Ramesh e Thiagarajan (1996) e Nelson (1996). Quanto às diferenças de conversão cambial, alguns autores indicam que acrescentam poder explicativo ao resultado líquido (Biddle & Choi, 2006; Chambers et al., 2007; Kubota, Suda & Takehara, 2011; Pinheiro et al., 2012; Serrat et al., 2013), enquanto outros não encontram evidência desse impacto (Goncharov & Hodgson, 2008; Kanagaretnam, Mathieu & Shehata, 2009). Outros elementos do ORI foram alvo de interesse, designadamente a revalorização dos ativos (Aboody et al., 1999; Barth & Clinch, 1998; O'Hanlon & Pope, 1999).

A importância dos diversos elementos do ORI está associada à sua contribuição relativa para o resultado integral, podendo apresentar diferenças significativas, quer ao nível das empresas, quer ao dos setores de atividade. Dessa forma, elabora-se a hipótese 2: as componentes de ORI contribuem de forma diferenciada para o resultado integral.

Os postulados da teoria normativa da contabilidade pressupõem que a utilidade da informação se obtém pelo cumprimento das normas e orientações dos reguladores, enquanto a teoria positiva da contabilidade (Watts & Zimmerman, 1990) destaca a relevância da informação contabilística para a formação do preço de mercado das ações. O termo *relevância* refere-se à capacidade dos números contabilísticos se refletirem no valor económico das empresas (Hung & Subramanyam, 2007).

Diversos estudos relacionam o resultado integral com a *performance* de mercado, com conclusões nem sempre coincidentes quanto à relevância do resultado integral em face do resultado líquido e das diversas componentes do ORI. Nessa linha de investigação, Kubota et al. (2011)

confirmam que, apesar de o resultado líquido ser a informação mais importante na avaliação do desempenho económico, existe informação incremental relevante no ORI, relacionada com os ajustamentos cambiais e ajustamentos nos ativos financeiros detidos para venda. Também Kanagaretnam et al. (2009) e Khan e Bradbury (2014) encontraram evidência de que as variações associadas aos ativos financeiros detidos para venda e as reservas de cobertura de justo valor estavam significativamente associadas com o preço de mercado. Dhaliwal et al. (1999) estudaram a associação entre o resultado integral e o valor de mercado, e demonstraram que, das componentes do ORI, apenas os ajustamentos de valor de mercado dos investimentos financeiros eram significativos. Já Aboody et al. (1999) encontraram uma relação significativa entre a revalorização dos ativos e o preço das ações. Também Kanagaretnam et al. (2009) encontraram evidência que os ativos disponíveis para venda e reservas de cobertura (Angotti, Macêdo & Bispo, 2016, no mesmo sentido) são componentes significativamente associadas com os preços de mercado das ações. Confirmam, ainda, que o resultado integral está mais fortemente associado com o valor de mercado do que o resultado líquido. Campbell (2015) sugere que as reservas de cobertura estão negativamente associadas a futuros (após dois anos) retornos de mercado. Também Biddle e Choi (2006) e Serrat, Gutiérrez e Gonzalo (2011) encontraram uma relação significativa entre os ajustamentos cambiais e as reservas resultantes dos planos de pensões apresentadas como ORI. Louis (2003), analisando o impacto dos ajustamentos cambiais no valor da empresa, demonstrou que, em empresas industriais multinacionais (período de 1985 a 2001), estão associados à redução de valor, em vez de incremento. Chambers et al. (2007) concluíram que o resultado integral e os seus componentes (ajustamentos de ativos financeiros detidos para venda, cambiais e pensões) estão positivamente relacionados com o preço das ações, no período de 1998-2001 (pós-Statement of Financial Accounting Standard 130). Contudo, outros autores como Soo e Soo (1994) e Cahan et al. (2000) não encontraram qualquer diferença no valor de mercado imputada aos ajustamentos cambiais ou que outras componentes do ORI incrementassem a relevância do resultado.

Em face das conclusões anteriormente referidas, elaboram-se as hipóteses 3.1: o resultado integral apresenta maior poder explicativo para a formação do preço das ações do que o resultado líquido, e a hipótese 3.2: as componentes de ORI são relevantes para a formação do preço das ações.

Estudo empírico

Metodologia, universo e amostra

Este estudo segue uma abordagem quantitativa, com base em dados recolhidos diretamente dos relatórios e contas consolidados, publicados nos sítios institucionais das empresas da amostra e analisados com recurso a modelos de regressão multivariada.

De um universo de 44 empresas não financeiras cotadas na praça de Lisboa (referência de 2015), analisam-se 36 empresas (2010-2015), obtendo-se 211 observações (painel não balanceado). Excluíram-se oito empresas com base no critério geral da não comparabilidade: setor desportivo (3), devido ao período contabilístico diferente do ano civil, e empresas com menos de quatro anos de observações (5). Optou-se, ainda, por retirar uma observação, por se considerar *outlier* severo, quer para o resultado líquido, quer para o resultado integral. Essa exclusão teve impacto significativo no ano e no setor de onde foi retirado. Apesar de persistirem 15 observações com valores extremos (Bacon *outliers*, $p = 0,05$) decidiu-se pela sua manutenção, dado que a eliminação destes produzia outros *outliers* (Billor, Hadi & Velleman, 2000).

As cotações foram obtidas no sítio www.BolsaPT.com.

Tomando em consideração a classificação Industry Classification Benchmark, nível 1, atribuída pela Euronext, consideraram-se os seguintes setores: 1) petróleo e gás, 2) bens de consumo, 3) Materiais, indústria e construção, 4) serviços de consumo e 5) tecnologia e telecomunicações.

Os dados foram analisados com recurso ao *software* Stata v.13.

Resultados

Hipótese 1

A diferença entre o resultado líquido e o resultado integral foi analisada em termos médios, anos e setores. Considerando que foi rejeitada a hipótese de normalidade da distribuição dos resultados (testes Kolmogorov-Smirnov e Shapiro-Wilk, com $p < 0,001$), utilizou-se o teste não paramétrico de Wilcoxon para dados relacionados, para determinar a significância dessa diferença. Contudo, invocando a dimensão da amostra (211 observações), apresentam-se também os resultados do teste paramétrico equivalente (teste t para amostras emparelhadas).

Duas das entidades não apresentam ORI (resultado integral = resultado líquido) tendo sido validadas 183 com valores

diferentes de zero. Em termos médios (2010-2015), as empresas apresentam ORI em 87 % dos anos. Confirma-se que as quantias do resultado integral apresentam diferenças significativas (e inferiores) das do resultado líquido teste z para dados emparelhados = 3.396, $p < 0,01$ ¹. O ORI representa cerca de 44,6 %² do resultado integral e contribuem negativamente para esse resultado. Como se constata, qualquer das variáveis apresenta coeficientes de variação (cv) extremamente elevados ($cv > 100\%$), com especial relevo para o ORI, o que comprova a sua elevada heterogeneidade, já indicada em diversos estudos (Pinheiro et al., 2012; Serrat et. al., 2013).

Tabela 1.
Estatísticas descritivas do período (2010-2015)

Unidade: 10⁶ €

Variável	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	cv (%)
Resultado líquido	79,45	231,05	-431,19	1.331,97	290,81
Resultado integral	54,92	207,02	-690,67	1.418,05	376,95
ORI	-24,51	118,27	-761,01	395,52	-482,54
ORI/ Resultado integral	59,2 %	6,05	-14,67	58,62	1021,96

Nota. N = 211.

Fonte: elaboração própria.

A figura 1 e a tabela 2 apresentam as diferenças médias anuais entre o resultado líquido e o resultado integral, constatando-se uma contribuição negativa (com exceção do ano de 2010) do ORI, ao longo dos diversos anos. Contudo, apenas nos anos de 2011 e 2012, as diferenças entre os resultados líquido e integral são estatisticamente significativas ($p < 0,01$)³.

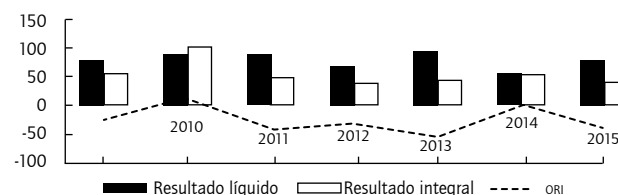


Figura 1. Resultados por ano (Unidade: 10⁶ €). Fonte: elaboração própria.

¹ Teste t, para dados emparelhados = 3.0978; $p < 0,01$.

² Rácio ORI/resultado integral calculado com base na média. Não tem em conta a média das observações individuais.

³ Com base no teste t para dados emparelhados, as diferenças são significativas nos anos 2011 ($p < 0,05$), 2012 e 2013 ($p < 0,1$).

Tabela 2.
Resultados (líquido e integral) por ano

Unidade: 10⁶ €

Variáveis	Média (2010-2015)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
RL	79,4	89,8	88,8	69,0	94,9	54,8	78,8
Resultado integral	54,9	103,2	48,8	38,8	43,5	54,6	40,7
ORI	-24,5	13,4	-40,0	-30,2	-51,3	-0,2	-38,1
z (p-Value)	0,001	0,160	0,002	0,006	0,159	0,533	0,180
T-teste (p-Value)	0,002	0,109	0,040	0,099	0,069	0,986	0,149

Fonte: elaboração própria.

Também se identificam diferenças na relevância do ORI nos setores de atividade com um impacto geralmente negativo (exceto bens de consumo), na linha do efeito médio anteriormente referido. Em apenas três dos cinco setores (tecnologia e telecomunicações e materiais; indústria e construção – $p < 0,05$ – e petróleo e gás – $p < 0,10$), essa diferença é relevante. Destaca-se a grande exposição do setor da tecnologia e telecomunicações ao rácio ORI/Resultado integral (244 %).

A tabela 4 e a figura 2 apresentam, por setor e ano, o peso relativo (em %) do ORI. A média do ORI no setor da tecnologia e telecomunicações é fortemente influenciada, no ano de 2014, por uma empresa, em que o ORI tem um impacto muito significado no resultado integral, em termos relativos, mas pouco relevante em termos absolutos. Alguns setores são mais afetados pela volatilidade do ORI devido à exposição das suas atividades aos fatores que determinam os ajustamentos do ORI (Fernandez, 2007).

Tabela 3.
Resultado (líquido e integral) por setor de atividade (2010-2015)

Unidade: 10⁶ €

Setor	N	RL	RI	ORI	ORI / RI %	z	P> z	T teste (P-Value)
Bens de consumo	18	12,78	14,24	1,45	10 %	-0,675	0,499	0,378
Materiais, indústria e construção	87	24,15	9,05	-15,10	167 %	2,119	0,034	0,124
Petróleo e gás	18	539,31	441,18	-97,26	22 %	1,677	0,093	0,114
Serviços de consumo	54	65,74	63,12	-2,62	4 %	1,364	0,172	0,293
Tecnologia e telecomunicações	34	34,54	-24,04	-58,58	244 %	2,591	0,016	0,056

Nota. RL = Resultado líquido; RI = Resultado integral.

Fonte: elaboração própria.

Tabela 4.
Peso do ORI no resultado integral por ano e setor de atividade (%)

Setores	Média (2010-2015)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bens de consumo	10	-112,9	4,6	35,0	-6,0	101,6	26,0
Materiais, indústria e construção	-167	-17,8	393,7	-41,9	-76,0	215,6	27,3
Petróleo e gás	-22	7,5	-20,1	-47,4	-221,0	52,2	-51,2
Serviços de consumo	-4	-92,2	3,6	-1,8	6,7	-5,2	-27,0
Tecnologia e telecomunicações	-244	-64,6	95,2	50,1	35,3	1,000	4,0

Fonte: elaboração própria.

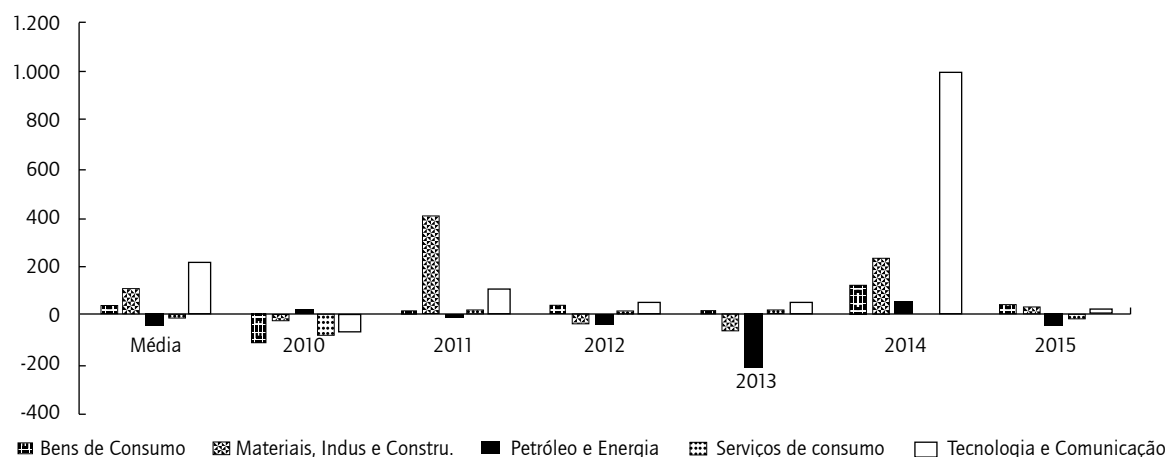


Figura 2. Peso relativo do ORI no resultado integral, por setor (%) e ano. Fonte: elaboração própria.

Como se verifica (figura 2, tabela 4), o peso relativo do ORI nos vários anos varia entre a contribuição positiva e a negativa, sendo apenas maioritariamente positiva nos setores da tecnologia e telecomunicações (mas com impacto médio negativo) e dos bens de consumo (impacto médio positivo). Em diversos anos e setores, o ORI ultrapassa os 100%. Como se constata, a componente ORI apresenta um elevado grau de volatilidade em cada ano e setor, quer em sinal, valor, quer no impacto no resultado integral.

Uma análise dos indicadores ROA, ROE e resultado por ação básico, calculados, quer com base no resultado líquido, quer no resultado integral (tabela 5), também confirma a existência de diferenças significativas entre estes (teste Wilcoxon para dados emparelhados), seguindo o mesmo padrão de significância indicado anteriormente.

Confirma-se a hipótese (H1) de diferenças significativas, em termos médios, entre o resultado integral e resultado líquido, quer em valores absolutos, quer em indicadores (ROE, ROA e resultado por ação). Essa diferença não é consistente ao longo dos anos e setores. O ORI apresenta valores

com variações elevadas e de sinal positivo ou negativo, pelo que o seu impacto nos resultados tem natureza pontual e imprevisível em termos de padrão. Contudo, comprovando-se que os indicadores calculados com base no resultado líquido ou resultado integral apresentam diferenças estatisticamente significativas, pode justificar que os rácios sejam calculados com base no resultado integral, por forma a considerar uma informação mais completa.

Hipótese 2

As diversas componentes do ORI apresentam materialidades distintas e volatilidade elevada no período (tabela 6 e figura 3), destacando-se as diferenças de conversão cambial, quer como elemento preponderante no ORI (63 %), quer pelo seu contributo para o resultado integral (28 %). Das restantes rubricas, os ajustamentos atuariais e as outras variações têm contributos mais relevantes. Todas as rubricas apresentam desvios-padrões elevados, em relação ao valor médio (elevado cv), comprovando a elevada heterogeneidade desses valores.

Tabela 5. Indicadores resultado líquido versus resultado integral

Prob> z							
Variáveis	Média (2010-2015)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Resultado ação	0,000	0,336	0,004	0,002	0,228	0,623	0,210
ROA	0,002	0,344	0,010	0,004	0,228	0,623	0,168
ROE	0,001	0,274	0,006	0,001	0,228	0,730	0,133

Nota. RL = Resultado líquido; RI= Resultado integral; ROA_{RL} = RL/ativo líquido; ROA_{RI} = RI/ativo líquido; ROE_{RL} = RL/capital próprio; ROE_{RI} = RI/capital próprio; resultado por ação básico_{RL} = RL/número ações; resultado por ação básico_{RI} = RI/número ações.

Fonte: elaboração própria.

Tabela 6.
Componentes de ORI

Unidade: 10⁶ €

Variáveis	Média (2010-2015)	Desvio-padrão	cv (%)	% resultado integral	% ORI
Resultado integral	54,92	207,0	377	100 %	---
ORI	-24,51	118,3	-483	-45 %	100 %
Conversão cambial	-15,56	105,1	-675	-28 %	63 %
Instrumentos de cobertura	-0,74	8,6	-1162	-1 %	3 %
Ativos detidos para venda	-0,39	10,2	-2615	-1 %	2 %
Excedentes de revalorização	-0,12	9,4	-7833	0 %	0 %
Planos de reforma	-3,91	18,8	-481	-7 %	16 %
Outras variações	-3,80	34,8	-916	-7 %	16 %

Fonte: elaboração própria.

Verifica-se (tabela 7 e figura 3) que as diferenças de conversão cambial são, na generalidade dos setores e anos, a rubrica mais significativa do ORI. No setor dos bens de consumo,

a rubrica com maior peso relativo corresponde aos excedentes de revalorização, enquanto as outras variações têm peso significativo neste último setor e nos serviços de consumo.

Tabela 7.
Peso do ORI/RI por setor (%)

Variáveis/setor	Média (2010-2015)	Bens de consumo	Materiais, indústria e construção	Petróleo e gás	Serviços de consumo	Tecnologia e telecomunicações
% resultado integral	-45 %	10 %	-167 %	-22 %	-4 %	244 %
Conversão cambial	-28 %	4 %	84 %	57 %	28 %	58 %
Instrumentos de cobertura	-1 %	-7 %	1 %	9 %	-1 %	0 %
Ativos detidos para venda	-1 %	...	1 %	3 %	11 %	0 %
Excedentes de revalorização	--	39 %	-4 %	...	-4 %	5 %
Planos de reforma	-7 %	-2 %	4 %	33 %	2 %	10 %
Outras variações	-7 %	66 %	14 %	-2 %	64 %	28 %

Fonte: elaboração própria.

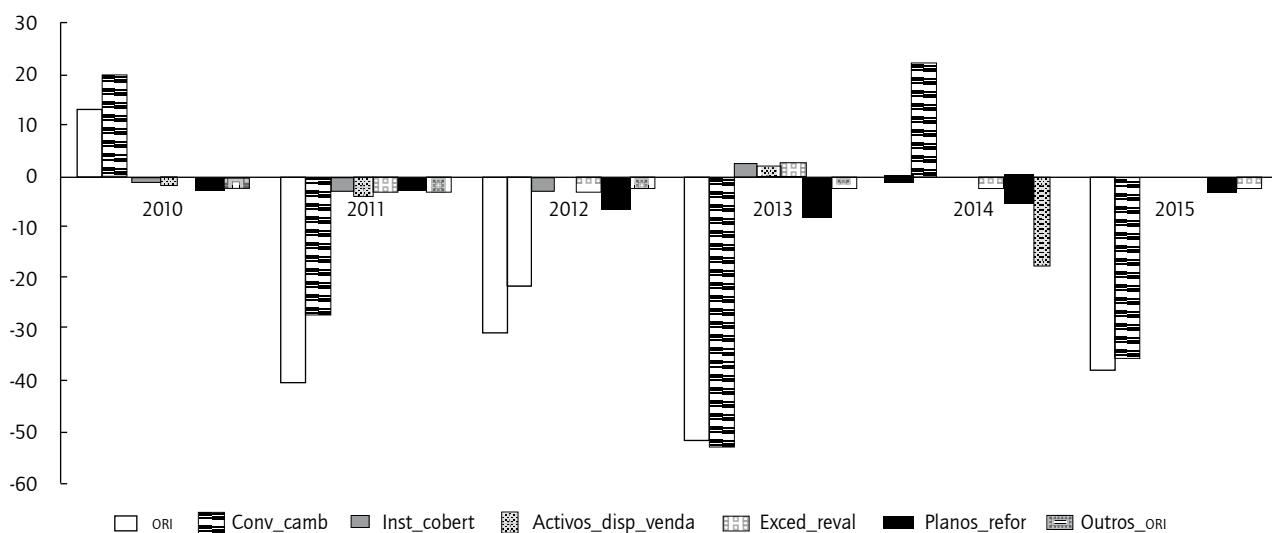


Figura 3. Elementos do ORI por ano. Fonte: elaboração própria.

Para identificar o peso dos fatores moderadores da dependência do resultado integral às componentes do ORI, recorreu-se à regressão linear múltipla para dados em painel, baseada em Louis (2003), especificada da seguinte forma:

$$R_Integrais_{it} = \beta_0 + \beta_1 Cambiais_{it} + \beta_2 Cobertura_{it} + \beta_3 Ativos_venda_{it} + \beta_4 Revalorização_{it} + \beta_5 Reforma_{it} + \beta_6 Outras_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que $i = 1, \dots, 36$, $t = 2010, \dots, 2015$, o α_i mede o efeito individual não observado (varia entre entidades, mas é constante no tempo), podendo ser o efeito aleatório ou fixo, e ε_{it} representa o erro idiossincrático que varia ao longo de i e de t .

Para averiguar se o modelo está bem especificado, utilizou-se o teste Reset, cujo resultado ($F(3,200) = 6,94$; $p < 0,05$) levou a rejeitar a hipótese de o modelo estar corretamente especificado, dado omitir a variável resultado líquido⁴. Contudo, manteve-se o modelo, por estar identificada a variável em falta, e o objeto de estudo ser as componentes do ORI. Dos métodos de estimação de dados em painel (efeitos fixos, efeitos aleatórios ou média da população),

optou-se pelo modelo com efeitos aleatórios (teste de Hausman: $\chi^2(7) = 5,48$; $p = 0,6017$). Constatou-se a ausência de multicolinearidade, dado que o Variance Inflation Factor (VIF) não excede o valor 5, habitualmente considerado como limite a partir do qual existe multicolinearidade. O modelo apresentou autocorrelação (teste de Wooldridge: $F(1,35) = 6,216$; $p < 0,01$) e heterocedasticidade (teste modificado de Wald com $\chi^2(36) = 2,4$ e $+ 08$; $p < 0,000$), o que levou a uma estimação robusta dos erros-padrões dos estimadores dos coeficientes, com o objetivo de obter estimadores mais consistentes e eficientes (Drukker, 2003). Para a estimação dos coeficientes dos modelos de cada ano, o método de estimação usado foi o dos mínimos quadrados ordinários, com estimação robusta dos erros-padrões.

Os resultados confirmam, em termos médios, a relevância das diferenças de conversão cambial e de outras variações para a formação do resultado integral. Contudo, confirma-se a presença de outros itens relevantes nos diversos anos da análise, mas de forma não consistente. Os resultados sugerem não existir um padrão definido da relevância do ORI no resultado integral.

Tabela 8.
Coefficientes regressão do resultado integral (por ano)

Variável	2010	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Conversão cambial	0,73***	2,646**	NS	NS	1,09***	NS	0,38**
Instrumentos de cobertura	NS	NS	NS	-16,21**	NS	NS	-27,20***
Ativos detidos para venda	NS	NS	-11,77***	NS	NS	NS	-34,13**
Excedentes de revalorização	NS	NS	9,48***	NS	NS	7,76***	NS
Planos de reforma	NS	NS	-13,57***	NS	-4,54*	-9,29***	-13,30**
Outras variações	1,487***	NS	NS	NS	NS	0,78***	NS
R ²	0,508	0,8294	0,8476	0,5821	0,4949	0,9083	0,8797
PROB>F	0,000	0,000	0,000	0,000	0,001	0,000	0,000

Nota. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$; NS = não significativo.

Fonte: elaboração própria.

Tabela 9.
Coefficientes regressão resultado integral (por setor)

Variável	Bens de consumo	Materiais, indústria e construção	Petróleo e gás	Serviços de consumo	Tecnologia e telecomunicações
Conversão cambial	NS	1,10***	NS	NS	NS
Instrumentos de cobertura	NS	NS	NS	-26,63***	NS
Ativos detidos para venda	---	NS	-6,87***	-56,95***	---
Excedentes de revalorização	-9,15**	NS	---	35,75 ***	NS
Planos de reforma	-18,35*	-NS	-6,68 ***	-174,84***	5,38*
Outras variações	2,49***	NS	NS	NS	1,08***
R ²	0,7600	0,5244	0,6509	0,6242	0,9532
PROB>F	0,000	0,000	0,0003	0,000	0,000

Nota. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$; NS = não significativo.

Fonte: elaboração própria.

⁴ Teste Reset com variável RL: $F(3,200) = 0,45$; Prob>F = 0,7210.

Os resultados permitem concluir que todos os elementos do ORI apresentam algum grau de significado, contudo, de forma diferenciada ao longo dos anos e setores. No caso dos setores, verifica-se uma exposição diferenciada que sugere a existência de características específicas resultantes de fatores sistêmicos ou de opções de gestão.

Hipótese 3.1

Os modelos adotados para determinar a relação entre o valor de mercado e os resultados derivam do modelo de Ohlson (1995) e são usados frequentemente (Easton & Harris, 1991; O’Hanlon & Pope, 1999) nessas investigações.

O primeiro modelo (designado por preço) relaciona o preço das ações com o valor contabilístico e os resultados, sendo especificado da seguinte forma:

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 RES_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

O segundo modelo traduz a variação do preço das ações (designado de retorno), desenvolvido para evitar o efeito de escala (Easton, 1998), e é obtido a partir do modelo 2, deflacionado pelo preço das ações em N-1. O preço por ação corresponde a uma medida de escala, e a sua utilização permite que todas as restantes variáveis estejam expressas na mesma escala, pelo que, dividindo *book value* (BV) e as medidas de resultado, o efeito de escala é removido. O modelo foi especificado da seguinte forma:

$$P_{it}/P_{i,t-1} = \beta_0 + BV_{it}/P_{i,t-1} + \beta_2 RES_{it}/P_{i,t-1} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Em que, em ambos os modelos:

P_{it} = cotação no final do 1.º trimestre do ano N, corrigida dos dividendos;

$P_{i,t-1}$ = cotação no final do 1.º trimestre do ano N -1;

BV = valor contabilístico por ação (diferença entre ativo e passivo), no fim de cada ano;

Res = Resultado por ação, no final de cada ano. Esta variável de estudo é analisada nas diversas componentes do resultado integral (resultado integral = resultado líquido + ORI).

Seguem-se estudos anteriores (Cahan et al., 2000; Lin, Ramond & Casta, 2007), que analisam o incremento da relevância do resultado integral em relação ao resultado líquido, assim como o incremento de relevância dos diversos componentes do ORI, medido pelas diferenças do R^2 entre os modelos testados (modelos encaixados), através da significância do teste Wald (estatística F). Desse modo, testa-se a hipótese:

$$R^2_{RI|RL} \equiv R^2_{RI} - R^2_{RL} = 0 \quad (4)$$

Nos modelos não encaixados, a diferença entre os R^2 de ambos os modelos foi analisada recorrendo aos testes de J e Cox-Pesaran (Greene, 2003).

Considerando a ausência de multicolinearidade nos modelos 2 e 3 ($VIF < 2$), a presença de heterocedasticidade (Breusch-Pagan, 1980/Cook-Weisberg com $\chi^2 = 57,53$; $p < 0,001$) e de autocorrelação (teste de Wooldridge: $p < 0,01$), o método de estimação usado foi o Ordinary Least Squares (OLS), com estimação robusta dos erros-padrões.

Definem-se três equações para cada modelo, representando a equação 2.1 e 3.1 a equação-base (valor e retorno de mercado explicado pelas variáveis BV e resultado líquido), enquanto a segunda equação introduz o ORI (modelos encaixados). A terceira equação, 2.3 e 3.3, introduz como variável explicativa o resultado integral, utilizada para comparar o incremento do R^2 em face da primeira equação (2.1 e 3.1), em que a variável explicativa é o resultado líquido (modelos não encaixados).

Modelo do preço	Modelo do retorno
2.1) $P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 RL_{it} + \varepsilon_{it}$	3.1) $P_{it} / P_{i,t-1} = \beta_0 + BV_{it} / P_{i,t-1} + \beta_2 RL_{it} / P_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$
2.2) $P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 RL_{it} + \beta_3 ORI_{it} + \varepsilon_{it}$	3.2) $P_{it} / P_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it} / P_{i,t-1} + \beta_2 RL_{it} / P_{i,t-1} + \beta_3 ORI_{it} + \varepsilon_{it}$
2.3) $P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 RI_{it} + \varepsilon_{it}$	3.3) $P_{it} / P_{i,t-1} = \beta_0 + BV_{it} / P_{i,t-1} + \beta_2 RI_{it} / P_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$

O teste de Wald (tabela 10) para modelos encaixados confirma que as variações do R^2 induzidas pelo resultado líquido, quer no modelo do preço, quer no modelo do retorno, apresentam um incremento significativo para $p < 0,01$, enquanto a inclusão do ORI, apesar de também ter um poder incremental, é reduzida e não significativa estatisticamente ($p > 0,1$).

Para testar o incremento de R^2 com a estimação dos modelos com o resultado líquido e o resultado integral (em alternativa), utilizaram-se as estatísticas de J e Cox-Pesaran para modelos não encaixados. No modelo do preço, o resultado líquido ($R^2 = 0,4383$) apresenta maior poder explicativo que o resultado integral ($R^2 = 0,4330$), sendo essa diferença pequena, mas significativa para um $p < 0,01$. Já no modelo do retorno, a diferença entre os R^2 também é significativa para $p < 0,01$, contudo, este é mais elevado com o resultado integral ($R^2 = 0,1248$) do que com o resultado líquido ($R^2 = 0,1033$), sugerindo uma inconsistência nesses resultados. Os resultados de Lin et al. (2007), Mechelli e Cimini (2014), Ferreira, Lemes e Forti (2015) e Mironiuc, Carp e Chersan (2015) também foram nesse sentido, atribuindo ao resultado líquido um maior poder explicativo do valor de mercado do que o resultado integral, mas apresentando R^2 mais elevados em ambos os modelos (preço e retorno) e estatisticamente significativos.

Tabela 10.
Resultados da estimação e teste Wald (modelos encaixados)

Variáveis	Modelo do preço				Modelo do retorno			
	Beta	t	R ²	Prob>F	Beta	t	R ²	Prob>F
BV	0,4683	7,76***	0,4471	0,000	0,0785	2,30**	0,1343	0,000
RL	0,3916	6,57***						
ORI	0,0479	1,17						

Resultados teste Wald

Variáveis	Modelo do preço				Modelo do retorno			
	F	Pr>F	R ²	Varição R ²	F	Pr>F	R ²	Varição R ²
BV	57,85	0,0000	0,2970	---	0,96	0,3275	0,0036	---
BV+RL	43,07	0,0000	0,4448	0,1479	40,14	0,0000	0,1033	0,0997
BV+RL+ORI	1,37	0,2426	0,4471	0,0023	2,21	0,0987	0,1343	0,0310

Nota. *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,10.

Fonte: elaboração própria.

Os resultados de ambos os modelos demonstram que o ORI incrementa a capacidade explicativa (R²) destes, contudo sem poder estatisticamente significativo (p < 0,05), consistentes com Dhaliwal et al. (1999), Devalle e Magarini (2012) e Martins e Monte (2015).

Pode concluir-se que o resultado integral prevalece na avaliação dos investidores em detrimento das suas componentes individuais (ORI). Os resultados obtidos para a não relevância do ORI para o preço e retorno das ações são suportados em estudos anteriores como Cahan et al. (2000), Isidro, O’Hanlon e Young (2004), Zülch e Pronobis (2010), Mechelli e Cimini (2014) e Pereira (2015), este num estudo aplicado às empresas cotadas na Euronext Lisbon (2013 e 2014). Khan e Bradbury (2014) analisaram a volatilidade do ORI relacionada com o preço das ações e concluíram que os investidores não associam essa volatilidade com o risco de mercado das empresas, pelo que não influencia o preço das ações. Cahan et al. (2000) acabam por concluir pela desnecessidade da sua apresentação.

No entanto, outros autores como Biddle e Choi (2006), Lin et al. (2007) e Inchausti e Pérez (2011) concluíram no sentido contrário, defendendo que o ori introduz um acréscimo de informação que é relevada pelos investidores.

Apesar de o ORI não ser relevante, constata-se que os investidores atribuem importância, quer ao resultado líquido, quer ao resultado integral. Os resultados obtidos não são conclusivos na hierarquia a atribuir a cada um dos resultados, porque, em ambos os modelos (preço e retorno), constata-se induzirem diferenças na variância explicada da variável dependente. Pereira (2015) num estudo semelhante, mas com modelo de retorno diferente, concluiu pela maior relevância do resultado integral. Também Lin et al. (2007) encontraram resultados diferentes para a relevância do resultado

líquido versus resultado integral, em função do modelo de regressão utilizado.

Hipótese 3.2

A relevância para o mercado de capitais da informação contida nos diversos elementos do ORI é analisada nos seguintes modelos:

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 RL_{it} + \beta_3 Cambiais_{it} + \beta_4 Cobertura_{it} + \beta_5 Ativos_venda_{it} + \beta_6 Reforma_{it} + \beta_7 Revalorização_{it} + \beta_8 Outras_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$\frac{P_{it}}{P_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{BV_{it}}{P_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{RL_{it}}{P_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{Cambiais_{it}}{P_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{Cobertura_{it}}{P_{i,t-1}} + \beta_5 \frac{Ativos_venda_{it}}{P_{i,t-1}} + \beta_6 \frac{Reforma_{it}}{P_{i,t-1}} + \beta_7 \frac{Revalorização_{it}}{P_{i,t-1}} + \beta_8 \frac{Outras_{it}}{P_{i,t-1}} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Com: Cambiais = diferenças de transposição cambial; Cobertura = ajustamentos de instrumentos financeiros de cobertura; Ativos_Venda = ajustamentos de ativos financeiros detidos para venda; Reforma = diferenças atuariais de planos de benefícios definidos; Revalorização = excedentes de revalorização dos ativos fixos tangíveis e intangíveis e Outras = rubrica residual que integra operações não identificadas e os ajustamentos dos impostos diferidos, quando estes não são diretamente imputados às rubricas correspondentes.

Considerando a ausência de multicolinearidade (VIF < 2), a presença de heterocedasticidade (teste de Breusch-Pagan, 1980/Cook-Weisberg com $\chi^2 = 2,13$; p = 0,03) e de autocorrelação (teste de Wooldridge: p < 0,01), utilizou-se o OLS, com estimação robusta dos erros-padrões, para permitir comparar os resultados dos modelos preço e retorno.

Na tabela 11, apresentam-se as variáveis independentes significativas e o respetivo incremento na variância explicada da variável dependente.

Tabela 11.
Resultados da estimação e teste Wald (Componentes do ORI)

Eq. 4 – Modelo do preço						Eq. 5 – Modelo do retorno				
Variável	Beta	R ²	Var. R2	F	Pr>F	Beta	R ²	Var. R2	F	Pr>F
BV	0,466***	0,2970	----	57,85	0,0000	0,076*	0,0043	----	1,17	0,2803
RL	0,402***	0,4448	0,1479	43,07	0,0000	0,374***	0,1048	0,1005	31,57	0,0000
Dif_camb	0,016	0,4448	0,0000	0,01	0,9123	-0,004	0,1054	0,0006	0,21	0,6507
Dif_cobert	0,046	0,4474	0,0025	1,59	0,2088	0,039	0,1855	0,0801	575,93	0,0000
Ajus_ativ	0,010	0,4474	0,0001	0,21	0,6452	0,310***	0,2178	0,0324	37,92	0,0000
Ajus_pensões	0,060	0,4475	0,0001	0,02	0,8838	0,016	0,2181	0,0003	0,35	0,5561
Exc_rev	0,060**	0,4415	0,0040	6,48	0,0117	0,50**	0,2214	0,0033	5,48	0,0204
Out_var	0,0262	0,4519	0,0004	0,29	0,5884	0,071	0,2262	0,0047	0,66	0,4162

Nota. *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,10.

Fonte: elaboração própria.

Como se constata, em ambos os modelos, os excedentes de revalorização têm relação positiva significativa com o valor e retorno de mercado. No modelo do retorno, também é significativa e positiva a informação sobre os ajustamentos dos ativos financeiros detidos para venda. Nesse modelo, também se verifica que a informação sobre a contabilidade de cobertura acrescenta poder explicativo significativo, embora a variável, por si só, não seja retida no modelo. Estes últimos resultados vão ao encontro dos de Aboody et al. (1999), Kanagaretnam et al. (2009) e Khan e Bradbury (2014) já haviam encontrado uma relação positiva entre a revalorização dos ativos e o valor de mercado da empresa. Estes últimos autores também encontraram evidência da relevância dos ajustamentos dos ativos financeiros detidos para venda. Os resultados (modelo do retorno) comprovam parcialmente Günther (2015) quanto à

relevância para o retorno das ações das diferenças de conversão cambial, dos ajustamentos atuariais e dos ajustamentos em ativos financeiros detidos para venda.

Uma análise por anos confirma um contributo sistemático do BV (com exceção do ano de 2015), do resultado líquido e um contributo pontual de alguns dos elementos do ORI, designadamente as diferenças cambiais, ajustamentos de ativos financeiros detidos para venda (2010) e instrumentos de cobertura (2015). Outros elementos do ORI têm uma presença significativa repetida, tal como as diferenças atuariais dos benefícios definidos (2010, 2011 e 2013), excedentes de revalorização (2010 a 2012) e outras variações (2011, 2013 e 2014). Os sinais associados aos coeficientes revelam que esse impacto pode ser positivo num ano e negativo noutro. Veja-se o impacto dos excedentes de revalorização em 2010 (negativo), 2011 e 2012, positivo. Os

Tabela 12.
Resultados modelo preço (por anos)

Variável /coeficiente	2010	2011	2012	2013	2014	2015
BV	0,9728***	0,5288***	0,9442***	0,7919***	0,4121*	NS
RL	4,539***	1,426*	4,419**	3,716***	3,200**	5,400**
Dif_camb	13,02**	NS	NS	NS	9,11*	NS
Dif_cobert	NS	NS	NS	NS	NS	-127,18**
Ajus_ativ	56,93**	NS	NS	NS	NS	NS
Ajus_pensões	254,3***	-232,1***	NS	34,67*	NS	NS
Exc_rev	-31,99**	164,7**	7,257**	NS	NS	NS
Out_var	NS	0,723**	NS	0,4433**	3,979*	NS
R ²	0,5987	0,5987	0,5750	0,6865	0,6559	0,5792
Prob>F	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0004	0,0032

Nota. *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,10; NS = não significativo.

Fonte: elaboração própria.

ajustamentos atuariais apresentam, em 2010, um impacto positivo e, em 2011 e 2013, negativo. Esses resultados confirmam a natureza aleatória dessas componentes e que os investidores incorporam essa informação de acordo com a sua relevância, designadamente como fatores de sinalização de impactos futuros no valor das empresas.

Na tabela 13, analisa-se em que medida os investidores avaliam essas componentes num contexto setorial e comenta-se a sua relação com a formação do resultado integral.

No setor de bens de consumo, apesar de os excedentes de revalorização, os ajustamentos atuariais e outras variações serem relevantes para a formação do resultado, os investidores apenas valorizam esta última componente como relevante e de forma positiva para o valor da empresa. As diferenças de conversão cambial, que têm um valor médio significativo no setor do petróleo e gás, sugerem ser uma variável significativa para os investidores desse setor. Já no setor dos materiais, indústria e construção, não foi detetada nenhuma variável relevante para a formação do resultado, contudo o mercado pondera, positivamente, os ajustamentos nos instrumentos de cobertura. No setor de serviços de consumo, existe coincidência nos instrumentos de cobertura e nos excedentes de revalorização como componentes relevantes para a formação do resultado integral e do preço das ações.

Conclusões

Este estudo comprova uma diferença significativa, em termos médios, entre as quantias apresentadas nos resultados (resultado líquido e resultado integral) e nos indicadores ROE, ROA e resultado por ação básico. O impacto do ORI não é consistente ao longo do período em análise nem nos diversos setores devido à elevada volatilidade de valor

(variações positivas ou negativas, de pequeno e grande montante) dos seus elementos. Na linha de conclusões de outros autores (Khan & Bradbury, 2014), constata-se que o resultado líquido incorpora um maior grau de previsibilidade do que o resultado integral, apesar de os resultados não permitirem hierarquizar a relevância dos dois resultados.

O ORI representa, em termos médios, 59 % do resultado integral e destacam-se as diferenças cambiais (63 %) e os ajustamentos atuariais (16 %) como os elementos de maior peso. As diferenças cambiais são significativas na maioria dos setores (exceto no setor dos bens de consumo), enquanto as diferenças atuarias apenas têm algum peso no petróleo e gás. Os excedentes de revalorização assumem valores significativos no setor dos bens de consumo.

Globalmente, o ORI não é relevante para a determinação do valor de mercado, o que não impede que alguns dos seus elementos o sejam, tendo em conta a sua materialidade e sinalização a riscos específicos.

Verifica-se coincidência parcial ou não coincidência entre os elementos relevantes para a formação do resultado integral e o preço das ações. Ressalta-se como conclusão que a utilidade do resultado integral para os investidores não parece ser determinada pela sua ausência ou presença, mas sim pela relevância que alguns dos elementos que compõem o ORI assumem no tempo e no contexto específico setorial.

Confirma-se que os impactos das políticas de revalorização dos ativos são sinalizados positivamente no preço e retorno das ações e que, no modelo do retorno, os ativos financeiros detidos para venda e as diferenças de cobertura também como relevantes na sua determinação.

Tabela 13.
Resultados modelo preço (por setores)

Variável	Bens de consumo	Materiais, indústria e construção	Petróleo e gás	Serviços de consumo	Tecnologia e telecomunicações
BV	NS	0,498***	1,611***	0,5501***	0,8004***
RL	9,295**	1,912***	16,54**	8,206***	NS
Dif_camb	NS	NS	11,13*	NS	NS
Dif_cobert	NS	10,31*	NS	-265,0**	NS
Ajus_ativ	---	NS	NS	NS	---
Ajus_pensões	NS	NS	NS	NS	NS
Exc_rev	NS	NS	---	609,1***	-18,27**
Out_var	13,01**	NS	NS	NS	NS
R2	0,9261	0,7113	0,8304	0,7054	0,726
Prob>F	0,0001	0,0000	0,0034	0,0000	0,0000

Nota. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$; NS = não significativo.

Fonte: elaboração própria.

Quando se analisa por setor, identificam-se componentes que são significativas, designadamente as diferenças cambiais que são relevantes para a determinação do preço das ações das empresas do setor do petróleo e gás, ajustamentos na contabilidade de cobertura nos setores de materiais, indústria e construção, e serviços de consumo, os excedentes de revalorização, para este último setor, assim como para a tecnologia e telecomunicações.

Os elementos do ORI refletem os resultados de políticas de cobertura, de revalorização de ativos, mas também a exposição a riscos sistémicos como as variações de justo valor, alterações de paridade entre moedas ou condições subjacentes ao risco atuarial. Essa diversidade de situações comporta riscos e graus de atuação dos gestores diferenciados, pelo que a incorporação desses elementos na avaliação de mercado não deverá ser exclusivamente analisada em contextos generalizados (risco sistémico), mas também no contexto do risco específico das entidades e setores.

A divulgação detalhada do ORI parece obter consenso generalizado na medida em que acrescenta compreensibilidade e transparência à formação dos resultados, pelo que se considera que as normas contabilísticas deverão continuar a exigir a sua apresentação de forma detalhada. Comprovou-se que os indicadores calculados com base no resultado líquido e resultado integral apresentam diferenças estatisticamente significativas, pelo que se sugere que os rácios sejam calculados com base no resultado integral, por forma a considerar uma informação mais completa.

A relevância parcial do ORI para a determinação do valor de mercado das empresas sugere que os investidores poderão antecipar alguns dos seus impactos. Nesse sentido, é relevante o conhecimento das políticas contabilísticas empresariais e dos sinais relacionadas com os fatores de natureza sistémica, como os relacionados com a formação do justo valor de determinados ativos e das diferenças cambiais pertinentes para determinados setores e empresas.

As limitações deste estudo derivam da dimensão da amostra que prejudica a análise setorial, o que pode ser minimizada com a extensão a outras entidades, designadamente cotadas em outros mercados. Os aspetos metodológicos também são considerados relevantes como limitadores na comparabilidade dos estudos nessa área. Considera-se que o estudo contribui para a discussão do resultado integral em contextos específicos, designadamente o setorial.

Este artigo é financiado por fundos nacionais através da Fundação para a Ciência e a Tecnologia, no âmbito do projeto UID/SOC/04020/2013.

Referências

- Aboody, D., Barth, M. & Kasznik, R. (1999). Revaluations of Fixed Assets and Future Firm Performance: Evidence from the UK. *Journal of Accounting and Economics*, 26(1-3), 149-178. doi:10.1016/S0165-4101(98)00040-8
- Angotti, M., Macêdo, H. & Bispo, O. (2016). Poder Preditivo e Value Relevance da Demonstração Abrangente: uma análise das companhias brasileiras listadas na BM&F Bovespa. *Enfoque*, 35(3), 1-17. doi:10.4025/enfoque.v35i3.32635
- Barth, M. & Clinch, G. (1998). Revalued Financial, Tangible, and Intangible Assets: Associations with Share Prices and Non-Market-Based Value Estimates. *Journal of Accounting Research*, 36(supplement), 199-233. doi:10.2307/2491314
- Biddle, G & Choi, J. (2006). Is Comprehensive Income Useful?. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 2(1), 1-32. doi:10.1016/S1815-5669(10)70015-1
- Billor, N., Hadi, A. & Velleman, P. (2000). BACON: Blocked adaptive computationally efficient outlier nominators. *Computational Statistics & Data Analysis*, 34, 279-298. doi:10.1016/S0167-9473(99)00101-2
- Bower, R. & Bower, D. (1969). Risk and the valuation of common stock. *Journal of Political Economy*, 77(3), 349-362.
- Breusch, T. & Pagan, A. (1980). The Lagrange Multiplier Test and its Applications to Model Specification in Econometrics. *Review of Economic Studies*, 47, 239-254.
- Cahan, S., Courtenay, S., Gronewoller, P. & Upton, D. (2000). Value Relevance of Mandated Comprehensive Income Disclosures. *Journal of Business Finance & Accounting*, 27(9), 1273-1301. doi:10.1111/1468-5957.00356
- Campbell, L. (2015). The fair value of cash flow hedges, future profitability, and stock returns. *Contemporary Accounting Research*, 32(1), 243-279. doi:10.1111/1911-3846.12069
- Chambers, D., Linsmeier, T., Shakespeare, C., & Sougiannis, T. (2007). An evaluation of SFAS No. 130 comprehensive income disclosures. *Review of Accounting Studies*, 12(4), 557-593. doi:10.1007/s11142-007-9043-2
- Cheng, C., Cheung, J. & Gopalakrishnan, V. (1993). On the usefulness of operating income, net income and comprehensive income in explaining security returns. *Accounting and Business Research*, 23(91), 195-203. doi:10.1080/00014788.1993.9729879
- Cheng, C., Liu, C. & Schaefer, T. (1997). The Value-Relevance of SFAS n.º 95 Cash Flows from Operations as Assessed by Security Market Effects. *Accounting Horizons*, 11(3), 1-15.
- Curcino, G., Lemes, S. & Botinha R. (2014). Efeito do resultado abrangente nos indicadores de desempenho das companhias abertas brasileiras. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 2(3), 24-40. doi:10.18405/recfin20140302
- Devalle, A. Magarini R. (2012). Assessing the value relevance of total comprehensive income under IFRS: an empirical evidence from European stock exchanges. *Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 8(1), 43-68.
- Dhaliwal, D., Stibramanyam, K. & Trezevant, R. (1999). Is Comprehensive Income Superior to Net Income as a Measure of Firm Performance? *Journal of Accounting and Economics*, 26, 43-67. doi:10.1016/S0165-4101(98)00033-0
- Drukker, D. (2003). Testing for serial correlation in linear panel-data models. *The Stata Journal*, 3(2), 168-177.
- Easton, P. & Harris, T. (1991). Earnings as an Explanatory Variable for Returns. *Journal of Accounting Research*, Spring, 19-36. doi:10.2307/2491026

- Easton, P. (1998). Discussion of Revalued Financial, Tangible, and Intangible Assets: Association with Share Prices and Non-Market-Based Value Estimates. *Journal of Accounting Research*, 36(supplement), 235-247. doi:10.2307/2491315
- Eccher, E., Ramesh, K. & Thiagarajan, S. (1996). Fair value disclosures by bank holding companies. *Journal of Accounting and Economics*, 22, 79-117. doi:10.1016/S0165-4101(96)00438-7
- Fernandez, F. & Arana, M. (2010). Effects Of Comprehensive Income On ROE In A Context Of Crisis: Empirical Evidence For IBEX-35 Listed Companies (2004-2008). *International Business & Economics Research Journal*, 8(6), 117-127. doi:10.19030/iber.v9i1.513
- Fernández, F. (2007). *El resultado global en el ámbito de la información financiera internacional: marco conceptual, análisis comparado de normas y un estudio empírico para grupos europeos cotizados en NYSE y NASDAQ* (Tese de doutoramento não publicada). Universidad de Cantabria, Santander.
- Ferreira, V., Lemes, S. & Forti, B. (2015). Qualidade informativa do lucro líquido e do lucro abrangente. *Enfoque Reflexão Contábil*, 34(3) 1-20. doi:10.4025/enfoque.v34i3.28183
- Goncharov, I. & Hodgson, A. (2008). Comprehensive income in Europe: valuation, prediction and conservative issues. *Annales Universitatis Apulensis, Series Oeconomica*, 1(10), 1-33.
- Greene, W. (2003). *Econometric analysis*. Delhi: Pearson Education.
- Günther, R. (2015). Value-Relevance of Other Comprehensive Income under IFRS (Tese de doutoramento não publicada). University of St. Gallen, St. Gallen.
- Hung, M. & Subramanyam, K. (2007). Financial statement effect of adopting international accounting standards: the case of Germany. *Review of Accounting Studies*, 12(4), 623-657. doi:10.1007/s11142-007-9049-9
- Inchausti, B. & Pérez, F. (2011). La relevancia valorativa del resultado global frente al resultado neto: una perspectiva europea. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 150, 319-350. doi:10.1080/02102412.2011.10779705
- Isidro, H., O'Hanlon, J. & Young, S. (2004). Dirty Surplus Accounting Flows: International Evidence. *Accounting and Business Research*, 34(4), 383-410. doi:10.1080/00014788.2004.9729979
- Kanagaretnam, K., Mathieu, R. & Shehata, M. (2009). Usefulness of comprehensive income reporting in Canada. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(4), 349-365. doi:10.1016/j.jaccpubpol.2009.06.004
- Khan, S. & Bradbury, M. (2014). Volatility and risk relevance of comprehensive income. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 10(1), 76-85. doi:10.1016/j.jcae.2014.01.001
- Kheradyar, S. & Ibrahim, I. (2011, May). Financial ratios as empirical predictors of stock return. *Proceedings of International Conference on Sociality and Economics Development*, Kuala Lumpur, Malaysia, 10. Recuperado de <http://www.ipedr.com/list-35-1.html>
- Kubota, K., Suda, K. & Takehara, H. (2011). Information Content of Other Comprehensive Income and Net Income: Evidence for Japanese Firms. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 18(2), 145-168. doi:10.1016/j.jcae.2014.01.001
- Lewellen, J. (2004). Predicting returns with financial ratios. *Journal of Financial Economics*, 74, 209-235. doi:10.1016/j.jfineco.2002.11.002
- Lin, S., Ramond, O. & Casta, J. (2007). *Value relevance of comprehensive income and its components: Evidence from major European capital markets*. Université de Paris Dauphine, Paris, França. Recuperado de https://www.researchgate.net/publication/46432362_Value_relevance_of_comprehensive_income_and_its_components_Evidence_from_major_European_capital_markets
- Louis, H. (2003). The Value Relevance of the Foreign Translation Adjustment. *The Accounting Review*, 78(4), 1027-1047.
- Marchini & D'Este, C. (2015). Comprehensive income and financial performance ratios: which potential effects on RoE and on firm's performance evaluation? *Procedia Economics and Finance*, 32, 1724-1739. doi:10.1016/S2212-5671(15)01478-1
- Martins, V. & Monte, P. (2015). Relação do Resultado Abrangente com o Desempenho Operacional e Econômico de Empresas Listadas no Mercado Brasileiro. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 3(3), 19-34. doi:10.18405/RECFIN20150302
- Mechelli, A. & Cimini, R. (2014). Is Comprehensive Income Value Relevant and Does Location Matter? A European Study. *Accounting in Europe*, 11(1), 59-87. doi:10.1080/17449480.2014.890777
- Mironiuc, M., Carp, M. & Chersan, I. (2015). The Relevance of Financial Reporting on the Performance of Quoted Romanian Companies in the Context of Adopting the IFRS. *Procedia Economics and Finance*, 20, 404-413. doi:10.1016/S2212-5671(15)00090-8
- Mokhtar, M., Shuib, A. & Mohamad, D. (2014). Identifying the Critical Financial Ratios for Stocks Evaluation: A Fuzzy Delphi Approach. In *AIP Conference Proceedings*. doi:10.1063/1.4903606
- Nelson, K. (1996). Fair value accounting for commercial banks: An empirical analysis of SFAS no. 107. *The Accounting Review*, 71, 161-182.
- O'Hanlon, J. & Pope, P. (1999). The Value-Relevance of UK Dirty Surplus Accounting Flows. *British Accounting Review*, 31(4), 459-482. doi:10.1006/bare.1999.0116
- Ohlson, J. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687. doi:10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x
- Pereira, F. (2015). *Comprehensive Income: Evidence from Portuguese Listed Companies on Reporting Choices and Value Relevance* (Tese de mestrado não publicada). School of Business and Economics, Lisboa.
- Pinheiro, L., Macedo, R. & Vilamaior, A. (2012). Lucro Líquido Versus Lucro Abrangente: Uma Análise Empírica da Volatilidade. *Revista Universo Contábil*, 8(4), 6-18. doi:10.4270/ruc.2012428
- Serrat, N., Gutiérrez, S. & Guerreiro, N. (2013). El resultado global: una aproximación de la información contable a la realidad de los mercados. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 16, 209-227.
- Serrat, N., Gutiérrez, S. & Gonzalo, R. (2011). Value relevance of comprehensive income and its components in front of the net income. *Revista de Contabilidad*, 14(2), 147-175. doi:10.1016/S1138-4891(11)70031-0
- Soo, B. & Soo, L. (1994). Accounting for the Multinational Firm: Is the Translation Process Valued by the Stock Market? *The Accounting Review*, 69(4), 617-637.
- Tsuji, C. (2013). Comprehensive Income and Stock Return: Evidence from the Tokyo Stock Exchange. *Journal of Management and Sustainability*, 3(3), 142-147. doi:10.5539/jms.v3n3p142
- Watts, R. & Zimmerman, J. (1990). Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131-156.
- Zülch, H. & Pronobis, P. (2010). The Predictive Power of Comprehensive Income and Its Individual Components under IFRS [Working Paper n.º 95]. *HHL-Leipzig Graduate School of Management*, Leipzig. Recuperado de <https://www.hhl.de/fileadmin/texte/publikationen/arbeitspapiere/hhlap0095.pdf>