

Value Relevance das Informações de *Leasing* Operacional: Um Estudo em Empresas Brasileiras de Capital Aberto

RESUMO

Este estudo teve por objetivo analisar o *value relevance* das informações referentes às operações de *leasing* operacional. Para tanto, foram conduzidas regressões (*pooling*), onde se utilizou como variável dependente o preço das ações. Como variáveis explicativas, utilizou-se, no primeiro momento, os saldos de *leasing* operacional a valor presente por ação (SLO) e, no segundo momento, adicionou-se duas variáveis de controle: lucro líquido por ação (LLPA) e patrimônio líquido, desmembrado em ativo total por ação (ATPA) menos o passivo total por ação (PAPA). Ambas variáveis foram testadas com e sem os saldos de *leasing* operacional para o último trimestre de 2010 e o primeiro de 2011. Os resultados das regressões demonstraram que as informações de *leasing* operacional utilizada como única variável explicativa mostrou-se significativa, explicando parte da variação do preço das ações. Observou-se, ainda, que, ao ajustar os ativos e passivos pelo saldo das operações de *leasing*, eles continuaram significativo. Contudo, ao comparar o R² Ajustado do modelo que considera ativos e passivos sem o ajuste para as operações de *leasing* com o R² Ajustado do modelo com ativos e passivos ajustados pelo saldo das referidas operações, observou-se que, praticamente, não houve alteração. Assim, as evidências empíricas obtidas sugerem que não há indícios de que a capitalização dos saldos de *leasing* operacional a pagar melhore a capacidade explicativa do ativo e passivo total na determinação do valor das ações. Isso sugere que as operações de *leasing* operacional são precificadas pelo mercado, independente de constar ou não no Balanço Patrimonial.

1. INTRODUÇÃO

As operações de *leasing*, tratadas pela legislação brasileira com o termo arrendamento mercantil, trata-se de uma forma alternativa de financiamento para as empresas, onde o tratamento dado a essas operações têm apresentado alguns pontos contundentes para a teoria contábil. Segundo Wolk, Dodd e Rozycki (2008), as discussões acima deste giram em torno da prevalência da essência sobre a forma, normatização baseada em regras *versus* princípios, representação fiel e, principalmente, a questão de itens fora do balanço (*off-balance sheet*).

Os atuais procedimentos contábeis para o tratamento das operações de *leasing* exigem que os mesmos sejam classificados em operacional ou financeiro. Sendo assim, tais procedimentos, bem como normas e legislações que os regem, têm sido criticados, no que se refere aos critérios utilizados para tal classificação, bem como ao atendimento das necessidades dos usuários quanto à transparência dessas transações, no sentido de apresentarem falhas, sobretudo, nos contratos classificados como operacional.

As operações de *leasing*, quando de característica operacional, da forma como é tratada atualmente, permite que empresas mantenham valores fora de seus balanços (*off-balance sheet*), o que pode acarretar em omissão de informações acerca de direitos e obrigações que atendem às definições de ativo e passivo e que podem ser relevantes para os usuários das demonstrações contábeis.

Duke, Hsieh e Su (2009) afirmam que as empresas têm aproveitado os benefícios do *leasing* por décadas, desde que os bens arrendados e os passivos possam efetivamente ser mantidos fora do balanço. Dentre os outros 'benefícios' dessas operações, Peterson (2006) salienta que a empresa pode apresentar índices financeiros favoráveis, principalmente os de

endividamento, em virtude do *leasing* operacional não ser reconhecido como uma dívida de longo prazo.

Desse modo, alguns questionamentos podem ser levantados com relação às informações relativas às operações de *leasing* operacional, no que se refere à questão dos itens fora do balanço, tais como: seriam essas informações relevantes? Seriam esses valores precificados e refletidos no preço das ações das companhias?

Nesse contexto, as pesquisas que buscam analisar a relevância da informação contábil para o mercado de capitais, isto é, se essas informações são vistas pelos usuários como relevantes e se as mesmas estão refletidas no preço das ações, são denominadas de *value relevance*. Nessa abordagem de pesquisa, toma-se como base a premissa da relevância da informação contábil para o mercado de capitais e, por conseguinte, assume-se a hipótese de mercado eficiente, no sentido de que todas as informações relevantes seriam absorvidas pelo mercado.

Para Barth, Beaver e Landsman (2001), uma informação é considerada relevante se ela estiver correlacionada com os valores de mercado da empresa. Dessa forma, é pertinente analisar se a capitalização das operações de *leasing* operacional apresentam *value relevance* na determinação do valor das empresas, uma vez que os valores da referida operação não passam pelo balanço patrimonial.

Diante do exposto, o presente estudo tem por objetivo analisar o *value relevance* das informações referentes às operações de *leasing* operacional contabilizadas e apresentadas no Balanço Patrimonial, ou seja, averiguar se a mudança no método de contabilizar as referidas operações impactam a relevância da informação contábil.

Além desta introdução, o artigo está estruturado em mais cinco partes. O próximo tópico apresenta o tratamento contábil das operações de *leasing*. No terceiro tópico, apresentam-se algumas pesquisas que trataram do *value relevance* das informações contábeis e faz uma ligação com os estudos que direcionaram o foco nos impactos e relevância das informações de *leasing* operacional em vários países. Na sequência, evidenciam-se os procedimentos metodológicos utilizados para alcançar o objetivo traçado para este estudo. Na penúltima parte, estão descritos os resultados alcançados e, por fim, apresentam-se as considerações finais.

2. TRATAMENTO CONTÁBIL DAS OPERAÇÕES DE LEASING

Genericamente, as operações de *leasing* podem ser definidas como transações celebradas entre o proprietário de um determinado bem, denominado de *arrendador*, que concede o uso desse a um terceiro, conhecido como *arrendatário*, por um determinado período de tempo, estipulado em contrato. Ao final desse prazo, o arrendatário tem a opção de adquirir o bem, devolvê-lo ou prorrogar o contrato (NIYAMA; SILVA, 2008).

Dada a complexidade no tratamento contábil das operações de *leasing*, Wolk, Dodd e Rozycki (2008) afirmam que o *leasing* tem sido objeto de normas mais do que qualquer outro tema. Organismos normatizadores em nível internacional como o *International Accounting Standards Board* – IASB, o *Financial Accounting Standards Board* – FASB, e também em nível local como o Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC, têm editado normas em que atribuem duas modalidades de operações de *leasing*: (1) financeiro e (2) operacional.

A princípio, as discussões quanto ao tratamento do *leasing* giravam em torno da difícil tarefa de determinar o ponto no qual uma simples locação se transforma em uma compra. A primeira tentativa de estabelecer uma linha demarcatória, segundo Hendriksen e Van Breda (1999), foi feita pelo *Committee on Accounting Procedure* – CAP (Comitê de

Pronunciamentos Contábeis), em outubro de 1949, no *Accounting Principles Board – ARB 38 (Accounting Research Board)*, que mais tarde se transformou no Capítulo 14 do ARB 43, onde estabelecia claramente que se a transação, em sua essência, se caracterizasse como uma compra, a propriedade arrendada deveria ser incluída nos ativos do arrendatário com a contabilização apropriada dos passivos correspondentes. Ressalta-se que a caracterização de uma compra nesse documento, era, na prática, observar se existia uma opção vantajosa de compra.

No entanto, a primeira tentativa do *Accounting Principles Board – APB* em lidar com as dificuldades de determinação de quando os contratos de *leasing* deveriam ser capitalizados foi em 1964, com a publicação do APB 5 (*Reporting of Leases in Financial Statements of Leases*), onde introduziu os já citados termos *leasing operacional e leasing financeiro*. Por não ter mudado significativamente o enfoque básico estabelecido no ARB 38, o APB 5 passou a ser criticado pela SEC e, por esse motivo, posteriormente, pressionou o FASB a revê-las, resultando, assim, o SFAS 13. Assim, disseminou-se a classificação entre operacional e financeiro, porém, adotando-se regras arbitrárias e, até certo ponto, contundentes com a teoria contábil.

De acordo com as características atuais adotados pelo FASB (SFAS 13), para que o arrendamento seja classificado como financeiro, é necessário que não seja cancelável, e atenda a pelo menos um dos seguintes critérios: (i) o direito de propriedade será transferido ao arrendatário ao final do prazo do arrendamento, ou quando for exercida uma opção vantajosa de compra; (ii) o prazo do arrendamento corresponde a pelo menos 75% da vida útil do ativo, a menos que o prazo comece dentro dos últimos 25% dessa vida útil; e (iii) no início do contrato, o valor presente dos pagamentos mínimos de arrendamento seja igual ou superior a 90% do valor justo da propriedade arrendada para o arrendador (reduzido por qualquer crédito fiscal por investimento a ser utilizado pelo arrendador). Tal como ocorre com o segundo critério, este critério não é relevante, caso o prazo do arrendamento comece dentro dos últimos 25% da vida útil do ativo.

A determinação da categoria definida pelo FASB é baseada em uma linha padrão que utiliza quatro fatores, incluindo a vida útil dos ativos, a propriedade, o valor presente líquido dos pagamentos e a natureza da opção de compra. O FASB entende que um contrato que transfere substancialmente todos os riscos e benefícios incidentes sobre a propriedade do bem arrendado tem um efeito econômico, para as partes envolvidas, semelhante a uma operação de compra e venda a prazo. Nessas situações, o arrendamento é classificado como financeiro. Já a classificação na modalidade operacional ocorre, quando o contrato não atende aos requisitos supracitados.

Quanto à norma atual do IASB (IAS 17, bem como do CPC (CPC 06)), o *leasing financeiro* é aquele que transfere, substancialmente, à arrendatária todos os riscos e benefícios incidentes sobre a propriedade de um ativo, ainda que não haja a transferência da propriedade. Destaca-se que a regra geral adotada pelo IASB incorre para que todos os arrendamentos sejam classificados como financeiros, no entanto, a classificação como operacional ocorre por exclusão e não existem regras de classificação.

O atual tratamento contábil, para cada modalidade de *leasing* especificado pelas normas brasileiras, do IASB e do FASB é semelhante, o que mudam são os critérios utilizados para classificar a operação como financeiro e operacional. No *leasing financeiro*, o bem objeto do contrato é reconhecido no ativo da arrendatária. No *leasing operacional*, não ocorre o mesmo, ou seja, deve ser debitada a despesa por parte da arrendatária ao longo da vigência do contrato, na medida em que se tornam exigíveis e não há nenhum registro no balanço. Na arrendadora, no caso do arrendamento financeiro, deve-se reconhecer um ativo a

receber, já no operacional, a arrendadora reconhecerá, basicamente, a receita referente ao aluguel e o bem referente à operação permanece registrado no ativo.

Diante disso, chega-se a uma das questões bastante discutida quanto ao tratamento contábil do *leasing*, que é a essência econômica da transação *versus* a sua forma jurídica. O ponto que difere um contrato entre financeiro e operacional é muito minucioso e, muitas vezes, uma transação com características puramente de compra e venda é classificada como *leasing* operacional. Se considerarmos apenas a parte legal da operação, o bem objeto do contrato não pode ser ativado no balanço da arrendatária, pois esta não possui sua propriedade legal. Dessa forma, o bem continua registrado no ativo da arrendadora. Porém, se analisarmos a essência econômica da operação, a arrendatária é quem controla e usufrui dos benefícios econômicos do ativo, portanto, pela essência, esta é quem deveria registrar o bem em seu ativo.

Ao comparar os procedimentos para classificação das operações de *leasing* entre financeiro e operacional do IASB e FASB, verifica-se que esse último utiliza-se de critérios essencialmente baseados em regras, onde estas são constituídas por discernimentos até certo ponto arbitrários. Para Zott (2008), as críticas ao tratamento do FASB estão focadas no uso do modelo de compra ou de propriedade e a dependência estrita às regras numéricas, em vez de princípios gerais que exijam apreciação da operação e as circunstâncias da mesma. A questão levantada pelo autor acima referido é outro ponto a ser destacado.

Ao contrário do FASB, o IASB utiliza-se mais de princípios, na determinação das modalidades das operações. O fato da norma do FASB apoiar-se em regras contribui para que gestores possam manipular contratos de *leasing*, forjando as regras especificadas na norma para classificarem os contratos como operacional, devido às suas vantagens, tal como a omissão da dívida em seu balanço.

Conforme Duke, Hsieh e Su (2009), essa possibilidade tem sido um dos principais fatores que contribuem para que as empresas direcionem sua escolha para a modalidade de *leasing* operacional. Entre os benefícios, Peterson (2006) afirma que as companhias podem evidenciar indicadores financeiros favoráveis, especialmente, os de endividamento, uma vez que as obrigações relativas aos contratos de *leasing* operacional não são passíveis de reconhecimento no balanço patrimonial dessas entidades, surgindo, portanto, o problema de ativos e passivos 'fora do balanço' (*off-balance sheet*).

Como visto, os critérios pelos quais são utilizados, atualmente, para classificar a modalidade de *leasing* como operacional, bem como o seu tratamento contábil, têm sido bastante debatidos, visto que tal modalidade permite que empresas escondam informações, principalmente, passivos que podem ser relevantes para os usuários em suas tomadas de decisões.

A esse respeito, Lindsey (2006) diagnosticou que, no final de 2004, mais de um trilhão de dólares de obrigações com *leasing* operacional não passaram pelo balanço de empresas norte-americanas. Tendo em vista essa perda de informações, e os demais problemas no tratamento contábil de tais transações, o IASB e o FASB iniciaram um projeto conjunto, com a finalidade de rever os atuais procedimentos contábeis no tratamento das operações de *leasing* e, assim, garantir uma melhoria na qualidade das informações contábeis para os seus usuários.

2.1. Mudanças Previstas para o Tratamento Contábil do Arrendamento Mercantil

Em março de 2009, o IASB e o FASB colocaram em audiência pública o *Discussion Paper Leases: Preliminary Views* (Exposure Draft ED/2010/9 – Leases). Esse documento sugere uma abordagem diferente daquela apresentada atualmente pelo IASB e pelo FASB. O

modelo proposto pelo projeto é baseado no direito de uso (*right-of-use*), pela qual a contabilidade do arrendamento venha a garantir o registro, no balanço patrimonial, dos direitos e obrigações resultantes dos contratos de *leasing* que seja na modalidade financeira ou operacional. A proposta parte da premissa de que qualquer norma contábil em nível internacional, IFRS, deve estar aderente ao *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*, tido como o alicerce conceitual para a preparação e publicação de qualquer pronunciamento.

Frente a isso, as propostas contidas no documento de discussão, quanto ao futuro tratamento contábil das operações de *leasing*, acarretarão mudanças significativas tanto nas arrendatárias, quanto nas arrendadoras, quais sejam: (a) o arrendatário deverá registrar um ativo referente ao seu direito de usar o bem arrendado pelo prazo do contrato de *leasing* (*right-of-use*) e um passivo referente à obrigação de fazer os pagamentos do *leasing*; (b) o arrendador deverá registrar um ativo referente ao seu direito de recebimento das obrigações do *leasing* e, dependendo de sua exposição aos riscos e benefícios relativos ao objeto do contrato, o arrendador deverá: (i) registrar um passivo de *leasing*, onde representa a obrigação do arrendador de admitir ao arrendatário o uso do ativo arrendado pelo prazo do contrato, enquanto o ativo arrendado continuar sendo reconhecido (abordagem da obrigação de desempenho); ou (ii) desreconhecer os direitos do ativo objeto de *leasing* que foram transferidos para o arrendatário e continuar a reconhecer um ativo residual, que representa o direito do arrendador sobre o ativo arrendado ao final do prazo do arrendamento (abordagem do desreconhecimento).

Verifica-se que as mudanças que estão por vir são bastante prometedoras e podem gerar impactos significativos em empresas que possuem elevados contratos de *leasing*, sobretudo, aquelas companhias que, em sua maior parte, os contratos são classificados como operacional, uma vez que seus saldos não transitam no balanço patrimonial (*off-balance sheet*). Entretanto, não se sabe se essas informações, que não passam pelo balanço, são relevantes para os usuários das informações contábeis, isto é, de acordo com os estudos do *value relevance*, se essas informações são percebidas pelos usuários e incorporadas ao valor das ações das empresas.

3. VALUE RELEVANCE DOS NÚMEROS CONTÁBEIS E AS INFORMAÇÕES DE LEASING OPERACIONAL

As pesquisas com enfoque na relevância dos números contábeis procuram, tradicionalmente, analisar diversos aspectos referentes ao conteúdo informacional, seja das demonstrações contábeis em conjunto ou de uma informação isolada para o mercado de capitais (IUDÍCIBUS; LOPES, 2004). Esses estudos, geralmente, se baseiam na hipótese de mercado eficiente, onde parte-se do pressuposto de que nenhuma informação relevante e disponível passaria despercebida pelos usuários e, por ser relevante, os preços das ações acabam refletindo e ajustando-se a essas informações. Para Macedo *et al* (2011, p. 302), “o foco desses estudos está em capturar como o mercado de capitais reage (ao longo do tempo e em *cross section*) às informações apresentadas nas demonstrações contábeis”.

Essa linha de pesquisa é fruto da abordagem positiva da contabilidade, onde as primeiras evidências surgiram na década de 60 com os trabalhos pioneiros de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968). A partir daí, a abordagem positiva da pesquisa em contabilidade disseminou-se e vários outros estudos buscaram evidências da relação entre os números contábeis e o valor de mercado das empresas (CLARKE; WRIGHT, 1979, COLLINS; MAYDEW; WEISS, 1997, BOARD; WALKER; 1990, BROWN; LO; LYS, 1999, FRANCIS; SCHIPPER, 1999, COLLINS; PINCUS; XIE, 1999, DANG; BROWN; McCULLOUGH, 2011, LOPES, 2001, LOPES 2010).

Nesse contexto, as pesquisas que procuram analisar a relevância das informações contábeis, geralmente, são conduzidas por meio de técnicas estatísticas, tal como a regressão linear, onde empregam como variável dependente uma *proxy* representando o valor das ações e como variáveis independentes *proxies* relacionadas às informações contábeis, sendo mais frequente a utilização do patrimônio líquido e do lucro (BROWN; LO; LYS, 1999; LOPES, 2001). Sendo assim, diz-se que a informação possui *value relevance*, se a mesma possuir significância estatística na determinação do preço das ações.

Ressalta-se que os estudos que analisam a relevância da informação contábil se baseiam, essencialmente, nos dados apresentados nas demonstrações contábeis. Raras são as pesquisas que levam em consideração os elementos tidos como *off-balance sheet*. É nesse sentido que as informações relativas às operações de *leasing* operacional tornam-se instigantes, no sentido de buscar evidências quanto à relevância das mesmas para os usuários e, por conseguinte, para o mercado de capitais. Dentre os estudos realizados, analisando esse aspecto, destacam-se: Nelson (1963); Imhoff, Lipe, Wright (1991); Beattie e Goodacre (1998), Bennett, Edwards e Bradbury (1998; 2003), Kilpatrick e Willbeere (2006); Fülbier, Silva e Pferdehirt (2008) e Duke, Hsieh e Su (2009).

O estudo pioneiro sobre a relevância da capitalização das obrigações *off-balance sheet* dos contratos de *leasing* operacional foi o de Nelson (1963). Em seu estudo, o autor utilizou uma amostra de 11 empresas norte-americanas que divulgaram voluntariamente informações a respeito dos contratos de *leasing* na modalidade operacional e ajustou o balanço de cada empresa por meio da capitalização dos saldos de tais operações. Como resultados, verificou que a relação passivo *versus* patrimônio líquido sofreu impacto negativo e significativo com a capitalização. Adicionalmente, concluiu que os analistas financeiros tomaram decisões inadequadas, uma vez que desconsideraram os montantes dos contratos de *leasing*.

Imhoff, Lipe e Wright (1991) aplicaram a capitalização construtiva, desenvolvida pelos mesmos, em 14 empresas norte-americanas de sete setores e verificaram que a capitalização do *leasing* operacional resultou em uma diminuição no retorno sobre os ativos (ROA) de 34%, nas empresas do setor de companhias aéreas, e de 10%, nas empresas de produtos alimentares. Levando em consideração somente o índice do retorno sobre o patrimônio líquido, o impacto negativo foi ainda mais significativo, apresentando um aumento de 191% para as empresas aéreas e 47% para as de produtos alimentares.

No mesmo sentido, Beattie e Goodacre (1998), replicando a metodologia da capitalização construtiva de Imhoff, Lipe e Wright (1991), avaliaram 232 companhias do Reino Unido, no ano de 1994. Verificaram que, em média, os passivos não reconhecidos das operações de *leasing* operacional representaram 39% do total de obrigações de longo prazo e 6% do total de ativos dessas companhias. Observaram, ainda, que os efeitos do reconhecimento dos saldos de *leasing* operacional ocasionaram diferenças significativas em sete indicadores financeiros, tais como o retorno sobre o patrimônio líquido, giro do ativo e retorno sobre os ativos.

Em outra perspectiva, Kilpatrick e Wilburn (2006), utilizando uma amostra de nove das 14 empresas analisadas no estudo de Imhoff, Lipe e Wright (1991), replicaram o modelo de capitalização construtiva, utilizando dados de 2004, com o objetivo de verificar se o financiamento por meio de *leasing* operacional tinha aumentado desde 1987, período utilizado na pesquisa de Imhoff, Lipe e Wright (1991). Os resultados evidenciaram que não só a média das obrigações relativas aos contratos de *leasing* operacional tinham aumentado, passando de US\$ 722,6 milhões, em 1987, para US\$ 2,65 bilhões, em 2004, como também o reflexo sobre os indicadores financeiros, com destaque para os índices de endividamento e o retorno sobre o ativo.

Duke, Hsieh e Su (2009) analisaram, em 500 companhias norte-americanas, a relevância da capitalização do *leasing* operacional sobre os ativos, passivos e lucros, bem como nos principais índices financeiros no período pós-Enron. As evidências apontaram que existe um efeito adverso entre passivos não capitalizados, lucro líquido e os indicadores financeiros, principalmente os de endividamento. Frente aos resultados, os autores descrevem que as evidências encontradas sustentam os argumentos a favor da nova proposta do IASB/FASB, quanto ao tratamento das operações de *leasing* operacional, no sentido de dar uma maior transparência às informações contábeis.

Entretanto, com o foco voltado mais para o *value relevance* da informação, algumas pesquisas, a exemplo de Lindsey (2006), mostraram que a dívida de *leasing* afeta os valores de mercado das companhias. Lindsey (2006) demonstrou uma relação negativa e significativa entre os valores de *leasing* operacional e o valor de mercado do patrimônio líquido. Se as informações de *leasing* operacional afetam o preço das ações das empresas, será pouco provável a conclusão de que os arrendamentos são ignorados pelos analistas de mercado.

Nesse sentido, embora alguns estudos indiquem que os usuários individuais (investidores ou analistas financeiros) podem ter problemas em lidar com as obrigações relativas ao *leasing* não apresentadas no balanço (BRETON; TAFFLER, 1995), outros resultados empíricos indicam que os mercados de capitais não são necessariamente “enganados”. Finnerty, Fitzsimmons e Oliver (1980), Imhoff, Lipe e Wright (1993), Ely (1995) e Beattie, Goodacre, e Thomson (2000) constataram que, no Reino Unido e EUA, investidores levam em consideração os itens fora do balanço em suas avaliações de risco. Verificou-se, ainda, que as informações de obrigações de *leasing* operacional contribuem para o poder explanatório de seus respectivos modelos de precificação.

No entanto, há também evidências de que em outros mercados (por exemplo, na Austrália) os investidores não levam em consideração os itens fora do balanço, tais como as relativas ao *leasing* operacional (EL-GAZZAR, 1993; GALLERY E IMHOFF, 1998; GARROD, 1989). É nessa direção que a presente busca ampliar as evidências empíricas, no mercado de capitais brasileiro, quanto à relevância das informações que não passam pelo balanço, mais especificamente as de *leasing* operacional.

4. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

4.1. Caracterização da Pesquisa

Esta pesquisa, que buscou analisar a relevância dos saldos referentes às operações de *leasing* operacional para o mercado de capitais, fundamentada pelo *value relevance* das informações contábeis, se introduz no paradigma positivo da contabilidade. Para Iudícibus e Lopes (2004), a teoria positiva é aquela que tem por finalidade fornecer subsídios para explicar e prever determinados fenômenos.

Para responder ao problema de pesquisa, utilizar-se-á da abordagem empírico-analítica. Segundo Martins (2002, p.34), “[...] são abordagens que apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativos [...]. Têm forte preocupação com a relação causal entre variáveis. A validação da prova científica é buscada através de testes dos instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais”.

4.2. Composição da Amostra e Coleta dos Dados

Para a composição da amostra, partiu-se de todas as empresas listadas na BM&FBOVESPA, no período de 2010 e 2011, procurando-se identificar o maior número de observações possível. Contudo, por necessidades metodológicas, alguns critérios foram

definidos para a seleção das empresas, quais sejam: (i) apresentasse as informações necessárias no banco de dados da Economatica, com relação ao Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado, referentes a 2010 e ao terceiro trimestre de 2011; (ii) apresentasse em suas notas explicativas informações referentes às operações de *leasing* operacional a pagar, descritas a valor presente; (iii) esteja listada na BM&FBOVESPA, nos dois anos analisados, 2010 e 2011; e (iv) não seja classificada como instituição financeira.

A pesquisa foi realizada a partir do ano de 2010, haja vista que só a partir de dezembro do referido ano que as empresas foram obrigadas a publicar suas demonstrações no padrão IFRS e a utilização de períodos anteriores poderia distorcer a análise. A utilização do terceiro trimestre de 2011 justifica-se, no sentido de que eram as informações mais atualizadas, levando em consideração o período em que foi realizada a pesquisa.

Ressalta-se que os dados das empresas da amostra foram extraídos de bancos de dados diferentes: Economatica e BM&FBOVESPA. Assim, para garantir que não há divergência de valores entre as duas bases utilizadas, realizaram-se a comparação do saldo do patrimônio líquido de cada empresa entre as fontes utilizadas. A convergência dos montantes do patrimônio líquido garante que os ativos e passivos sejam equiparáveis nas duas bases de dados utilizadas.

As instituições financeiras foram excluídas, com o intuito de tornar a amostra menos heterogênea, uma vez que tais empresas compõem um setor específico, com regulação própria, podendo distorcer os resultados. Após os procedimentos descritos acima, restaram 43 empresas por período, o que totaliza 86 observações, considerando cada empresa em cada período como uma unidade de análise.

4.3. Modelo Econométrico Empregado

Para analisar o *value relevance* dos montantes referentes às operações de *leasing* operacional, a metodologia utilizada teve como base os trabalhos de Collins, Maydew e Weiss (1997), Costa e Lopes (2007), Morais e Curto (2008) e Macedo *et al.* (2011), onde fez-se uso da regressão linear, conforme Equação 1:

$$VMA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SLO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Onde: $VMA_{i,t}$ = valor de mercado por ação da empresa i , um mês após a publicação das demonstrações contábeis no tempo t (a escolha do preço das ações um mês após a data da publicação, parte-se do pressuposto de que um mês após a evidenciação das informações, as mesmas já estejam refletidas no preço das ações das empresas (VISHNANI; SHAH, 2008)); α_0 = intercepto da equação; α_1 = coeficiente de inclinação da equação; $SLO_{i,t}$ = saldo das transações de *leasing* operacional a pagar, evidenciados a valor presente, dividido pelo número de ações em circulação da empresa i , no tempo t ; e $\varepsilon_{i,t}$ = erro aleatório com distribuição normal, média zero e variância constante.

Sabe-se que vários outros fatores podem estar correlacionados com os preços das ações, além das informações das operações de *leasing* operacional. Assim, com o intuito de garantir maior robustez ao modelo, foram inseridas algumas variáveis de controle, quais sejam: Lucro Líquido por Ação (LLPA) e Patrimônio Líquido por Ação (PLPA). A utilização dessas variáveis de controle se justifica, por serem variáveis já testadas e validadas pela literatura referente aos estudos do *value relevance* (BEAVER *et al.*, 1979; MORSE, 1981; PATELL; WOLFSON, 1981; BARTH *et al.*, 1993; BEAVER *et al.*, 1989; LANDSMAN, 1986; BARTH, 1991).

Com o objetivo de analisar o efeito da capitalização dos saldos de *leasing* operacional, desmembrou-se a variável PLPA em Ativo Total por Ação (ATPA) menos o Passivo Total

por Ação (PTPA). Dessa forma, é possível analisar, por meio das variáveis ATPA e PTPA, se o reconhecimento dos saldos de *leasing* operacional das empresas arrendatárias em seus ativos e respectivos passivos melhoram a capacidade explicativa das variáveis independentes no modelo ou se a referida informação já está incorporada ao preço e, portanto, absorvida pelo mercado, conforme preconiza a teoria da eficiência de mercado. Para isso, foram utilizadas as Equações 2 e 3. A Equação 2 utiliza apenas as variáveis de controle para a determinação do valor das ações, já a Equação 3 faz uso das mesmas variáveis, porém com os montantes de *leasing* operacional acrescentados às variáveis ATPA e PTPA.

$$VMA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 LLPA_{i,t} + \alpha_2 ATPA_{i,t} + \alpha_3 PTPA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$VMA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 LLPA_{i,t} + \alpha_2 ATPALO_{i,t} + \alpha_3 PTPALO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Onde: $MVA_{i,t}$ = valor de mercado por ação da empresa i , um mês após a publicação das demonstrações contábeis, no tempo t ; α_0 = intercepto da equação; $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ = coeficientes de inclinação da equação; $LLPA_{i,t}$ = lucro líquido por ação, da empresa i , no tempo t ; $ATPA_{i,t}$ = ativo total por ação sem os valores do *leasing* operacional, da empresa i , no tempo t ; $PTPA_{i,t}$ = passivo total por ação sem os valores *leasing* operacional, da empresa i , no tempo t ; $ATPALO_{i,t}$ = ativo total por ação adicionado dos montantes de *leasing* operacional a pagar, da empresa i , no tempo t ; $PTPALO_{i,t}$ = passivo total por ação adicionado dos montantes de *leasing* operacional a pagar, da empresa i , no tempo t ; e $\varepsilon_{i,t}$ = erro aleatório com distribuição normal, média zero e variância constante.

Dessa forma, como o foco do estudo está nas empresas arrendatárias, aplicou-se os procedimentos de reconhecimento dos contratos de *leasing* operacional propostos no *Exposure Draft ED/2010/9 – Leases*, para o cálculo das variáveis ATPALO e PTPALO, quais sejam: a) Acrescentou-se, no ativo imobilizado, o montante referente aos contratos de *leasing* operacional a pagar (*right-of-use*) informado nas notas explicativas das empresas; b) acrescentou-se, no passivo circulante, os valores de *leasing* operacional a pagar em até um ano, uma vez que se espera que tais despesas incorram em até um ano como evidenciado nas notas explicativas; e c) acrescentou-se, no passivo não circulante, o montante referente aos contratos de *leasing* operacional a pagar que se espera liquidar acima de um ano, como demonstrado nas notas explicativas das empresas.

O objetivo é verificar se há ganho informacional ao acrescentar os saldos de *leasing* operacional a pagar, por meio da capitalização dos mesmos nos ativos e nos respectivos passivos. Caso a Equação 3 apresente uma melhor explicação do preço das ações, comparativamente à equação 2, significa que as informações de *leasing* operacional possuem *value relevance*. Caso contrário, significa que a informação já está incorporada ao preço e absorvida pelo mercado, ou seja, o mercado leva em consideração os itens fora do balanço.

Adicionalmente, com o intuito de verificar, se após a capitalização dos saldos das operações de *leasing* operacional, as variáveis ATPA e PTPA apresentaram diferenças significativas, foi aplicado o teste de Wilcoxon. Segundo Maroco (2007), o teste de Wilcoxon é uma alternativa não paramétrica ao teste t de *Student*, para comparar duas médias populacionais a partir de amostras emparelhadas.

5. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Ao investigar as notas explicativas das empresas da amostra, observou-se que muitas companhias descrevem que possuem contratos de *leasing*, classificados como operacional, porém não evidenciaram as obrigações futuras de tais operações, contrariando o CPC 06. Entre aquelas que apresentaram as informações, o montante de pagamentos futuros a valor presente, no período de 2011, referentes aos contratos de *leasing* operacional, apresentou a

marca de R\$17.474.218.000, que não passou pelo balanço dessas companhias. A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas referentes a esses valores.

Observa-se que, dentre as empresas da amostra, para o exercício de 2010, a média de *leasing* operacional a pagar foi de R\$406.377.000, chegando ao valor máximo entre as empresas da amostra de R\$3.543.628.000, que é um valor bastante expressivo e que pode, provavelmente, fazer diferença em uma tomada de decisão. Já para o período de 2011, a média foi de R\$417.014.000, superior a média de 2010. Embora o valor mínimo entre as empresas tenha diminuído, o valor máximo apresentou um montante também superior no período de 2011, alcançando o valor de R\$3.812.855.000, evidenciando que apenas uma companhia possui compromissos futuros de *leasing* operacional no montante de R\$3.812.855.000 que, de acordo com a essência de tais transações, representam ativos e os respectivos passivos, mas que não são registrados no balanço.

Esse levantamento revela que um volume elevado de ativos e passivos não foi reconhecido pela contabilidade das empresas, o que comprova que as normas atuais que tratam das transações de *leasing* acabam não atendendo (em sua totalidade) às características qualitativas da contabilidade, principalmente no que se refere à representação fiel daquilo que se está reportando para os usuários dessas informações. Tal fato pode impactar na análise financeira por parte dos analistas das demonstrações dessas companhias, caso eles não levem em consideração os montantes tidos como *off-balance sheet*.

Tabela 1 – Estatísticas Descritivas dos Saldos de *Leasing* Operacional a Pagar

Dados de 2010 - Valores em Milhares R\$				
	Máximo	Mínimo	Média	Desvio Padrão
SLO ¹	3.543.628	732	406.377	791.222
Dados de 2011 - Valores em Milhares R\$				
	Máximo	Mínimo	Média	Desvio Padrão
SLO ¹	3.812.855	407	417.014	879.014

1 – Saldo de *leasing* operacional a pagar, apresentados a valor presente.

A Tabela 2 apresenta a estatística do teste de Wilcoxon para amostras emparelhadas, onde o objetivo foi verificar se, ao capitalizar os saldos de *leasing* operacional, as variáveis ATPA e PTPA são estatisticamente diferentes de ATPALO e PTPALO, ao nível de significância de 5%. A utilização de tal teste justifica-se, após rejeitar a hipótese de normalidade das variáveis, como mostra as estatísticas dos testes de Kolmogorov-Smirnov e Shapiro-Wilk, onde o p-valor de ambos apresentou-se menor que 0,05.

Tabela 2 – Teste de Média para Amostra Emparelhada

Teste Não Paramétrico de Wilcoxon					
	ATPALO - ATPA		PAPALO - PAPA		
Z	-8,054		-3,072		
p-valor	0,000		0,002		
		Kolmogorov-Smirnov		Shapiro-Wilk	
	Estatística	p-valor	Estatística	p-valor	
ATPA	0,326	0,000	0,343	0,000	
PAPA	0,372	0,000	0,221	0,000	
ATPALO	0,324	0,000	0,356	0,000	
PAPALO	0,176	0,000	0,804	0,000	

De acordo com a estatística do teste de Wilcoxon, para o primeiro par de amostra, que é o ativo total com e sem os saldos do *leasing* operacional, tem-se que p-valor = 0,000 < 0,05,

o que faz com que a hipótese nula seja rejeitada, ou seja, há uma diferença significativa no ativo total das empresas após capitalizar os montantes de *leasing* operacional. Da mesma forma, para o segundo par de amostra, que é o passivo total com e sem os saldos do *leasing* operacional, tem-se que o p -valor = $0,002 < 0,005$, fazendo com que a hipótese nula seja rejeitada, isto é, há uma diferença estatisticamente significativa no passivo das empresas, comparando os saldos da referida conta antes e após adicionar os saldos a pagar referentes às operações de *leasing* operacional.

Diante do exposto, destaca-se que o atual tratamento contábil para as operações de *leasing* operacional permite que um volume elevado de ativos e passivos não passe pelo balanço. Como visto, os saldos de tais operações são capazes de causar diferenças significativas, do ponto de vista estatístico, nos ativos e passivos das empresas, quando reconhecidas, porém ainda não se sabe se essas informações são percebidas pelos agentes do mercado de capitais e, por conseguinte, se são refletidas no preço das ações, isto é, se possuem *value relevance*.

A Tabela 3 apresenta os resultados da regressão, utilizando os saldos das operações de *leasing* operacional (SLO) como variável independente e o preço das ações como variável dependente, conforme Equação 1. De acordo com a Tabela 3, a regressão estimada, de forma geral, apresentou-se significativa em termos estatísticos ao nível de significância de 5%, uma vez que o p -valor obtido pela estatística F é inferior a 0,05. Quanto à variável explicativa, verifica-se, por meio da estatística t , que o saldo das operações de *leasing* operacional apresentou significância estatística ao nível de 5%. Isso indica que, testado isoladamente, a variável SLO possui conteúdo informacional e explica parte da variação do preço das ações.

Tabela 3 – Resultados da Regressão com SLO sem as Variáveis de Controle

Painel A				
Variável Explicativa	Coefficiente	Erro padrão	Estatística t	p -valor
C	30,788	25,307	1,217	0,227
SLO	10,092	4,709	2,143	0,035
Painel B				
Descrição	Valor	Descrição	Valor	
R^2	0,052	Teste F (Estatística)	4,594	
R^2 ajustado	0,041	Teste F (p -value)	0,034	
Schwarz	13,594	Teste de White (Estatística)**	3,017	
Akaike	13,537	Teste de White (p -value)	0,054	
Jarque-Bera (estatística)	10986,20	Durbin-Watson***	1,961	
Jarque-Bera (p -value)*	0,000	Número de Observações	86	

*De acordo com o teorema do limite central e considerando que foram utilizadas 86 observações, o pressuposto da normalidade pode ser relaxado (BROOKS, 2002).

** Não se rejeita a hipótese de variâncias homocedásticas, ao nível de 5%.

***Rejeita-se a hipótese de autorrelação nos resíduos.

No intuito de verificar se os resultados acima elencados são consistentes, foram analisadas as regressões com as variáveis de controle, com e sem os saldos de *leasing* operacional. A tabela 4 evidencia os resultados da regressão com as variáveis de controle e com o ativo e o passivo total sem incorporar os saldos de *leasing* operacional. Verifica-se que a regressão estimada, de forma geral, apresentou-se significativa ao nível de 1%, conforme estatística F . De forma isolada, as variáveis ATPA e PTPA apresentaram significância estatística ao nível de 1%. Por outro lado, o LLPA não foi significativo. Nesse caso, o patrimônio líquido, representado por ativos menos os passivos, apresentou-se mais significativo do que o lucro. Para Lev (1989), embora o lucro aparente ser utilizado pelos usuários, a extensão da utilidade dos mesmos é muito limitada, o que acaba afetando a sua relevância. O coeficiente de terminação ajustado foi de 0,812, evidenciando que 81,2% das

variações no preço das ações das empresas da amostra são explicadas pelas variações ativo total e passivo total.

Tabela 4 – Resultados da Regressão com as Variáveis de Controle sem SLO

Painel A				
Variável Explicativa	Coefficiente	Erro padrão*	Estatística <i>t</i>	<i>p</i> -valor
C	37,867	24,292	1,559	0,123
LLPA	-8,388	6,843	-1,226	0,224
ATPA	1,655	0,565	2,927	0,004
PTPA	-2,699	0,831	-3,247	0,002
Painel B				
Descrição	Valor	Descrição	Valor	
R ²	0,819	Teste F (Estatística)	123,911	
R ² ajustado	0,812	Teste F (<i>p-value</i>)	0,000	
Schwarz	12,040	Teste de White (Estatística)	37837,53	
Akaike	11,926	Teste de White (<i>p-value</i>)*	0,000	
Jarque-Bera (estatística)	3202,313	Durbin-Watson***	1,929	
Jarque-Bera (<i>p-value</i>)**	0,000	Número de Observações	86	

*erros-padrão estimados com correção para heterocedasticidade de White, uma vez que a hipótese nula de variâncias homocedásticas foi rejeitada, ao nível de 5%.

**De acordo com o teorema do limite central e considerando que foram utilizadas 86 observações, o pressuposto da normalidade pode ser relaxado (BROOKS, 2002). Adicionalmente, a correção de White aumenta o erro padrão, diminuindo a estatística *t*, tornando sua estimativa mais robusta.

***Rejeita-se a hipótese de autorrelação nos resíduos.

Para detectar a presença de multicolinearidade, fez-se uso dos testes FIV (*variance inflation factor*). Obteve-se um FIV de 3,620 , 2,771 e 5,060, para as variáveis LLPA, ATPA e PTPA, concluindo-se pela inexistência de colinearidade (LEVINE; BERENSON; STEPHAN, 2000).

A Tabela 5 apresenta os resultados da regressão referente à Equação 3, em que utiliza as variáveis de controle com os ativos e passivos acrescidos dos saldos de *leasing* operacional. De forma geral, a regressão apresenta significância estatística ao nível de 1%, conforme estatística *F*. Com relação às variáveis isoladamente, observa-se que as variáveis ATPALO e PTPALO apresentaram significância estatística ao nível de 1%. Já a variável LLPA, novamente, não se mostrou significativa, possivelmente, pelas considerações de Lev (1989) ou ainda pela baixa qualidade do lucro (LOPES, 2001).

Tabela 5 – Resultados da Regressão com as Variáveis de Controle e com SLO

Painel A				
Variável Explicativa	Coefficiente	Erro padrão*	Estatística <i>t</i>	<i>p</i> -valor
C	34,566	22,747	1,519	0.132
LLPA	-8,346	6,887	-1.212	0.229
ATPALO	1,653	0,575	2,876	0.005
PAPALO	-2,461	0,755	-3,258	0.001
Painel B				
Descrição	Valor	Descrição	Valor	
R ²	0,816	Teste F (Estatística)	121,305	
R ² ajustado	0,809	Teste F (<i>p-value</i>)	0,000	
Schwarz	12,058	Teste de White (Estatística)	40228,95	
Akaike	11,943	Teste de White (<i>p-value</i>)*	0,000	
Jarque-Bera (estatística)	3427,201	Durbin-Watson***	1,926	
Jarque-Bera (<i>p-value</i>)**	0,000	Número de Observações	86	

*erros-padrão estimados com correção para heterocedasticidade de White, uma vez que a hipótese nula de variâncias homocedásticas foi rejeitada, ao nível de 5%.

**De acordo com o teorema do limite central e considerando que foram utilizadas 86 observações, o pressuposto da normalidade pode ser relaxado (BROOKS, 2002). Adicionalmente, a correção de White aumenta o erro padrão, diminuindo a estatística *t*, tornando sua estimativa mais robusta.

*** Rejeita-se a hipótese de autorrelação nos resíduos.

Para detectar a presença de multicolinearidade, fez-se uso dos testes FIV (*variance inflation factor*). Obteve-se um FIV de 3,571, 4,057 e 6,229, para as variáveis LLPA, ATPALO e PTPALO, concluindo-se pela inexistência de colinearidade (LEVINE; BERENSON; STEPHAN, 2000).

Ao comparar o R^2 Ajustado da Equação 3 com o da Equação 2, observa-se que, praticamente, não há alteração. Esse resultado é ratificado, observando-se os critérios de informação de Schwarz e Akaike. Assim, as evidências empíricas obtidas sugerem que não há indícios de que a capitalização dos saldos de *leasing* operacional a pagar melhore a capacidade explicativa das variáveis ativo total e passivo total na determinação do valor das ações. Isso sugere que o saldo das operações de *leasing* operacional já está refletido no preço das ações, logo, já foi absorvida pelo mercado. Portanto, alude-se que, independente de a informação está no Balanço Patrimonial ou fora dele, o mercado reconhece essa informação, conforme preconiza a teoria da eficiência de mercado, corroborando os achados de Finnerty, Fitzsimmons e Oliver (1980), Imhoff, Lipe e Wright (1993), Ely (1995) e Beattie, Goodacre, Thomson (2000) e Lindsey (2006).

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O atual tratamento contábil para as operações de *leasing* operacional permite que empresas omitam informações que, em sua essência econômica, trata-se de direitos e obrigações que podem ser relevantes para os usuários das informações contábeis. Como visto ao longo do trabalho, alguns estudos buscaram analisar o impacto dessas informações em índices econômicos e financeiros, porém poucas são as evidências de que essas informações são captadas pelos usuários das informações e, por consequência, são refletidas no valor das ações, como sustenta os estudos do *value relevance*.

Dentro desse contexto, este estudo teve por objetivo analisar o *value relevance* das informações referentes às operações de *leasing* operacional, por meio do reconhecimento de tais valores nos ativos e passivos de empresas brasileiras de capital aberto. Para isso, foram conduzidas regressões, onde se utilizou como variável dependente o preço das ações. Como variáveis explicativas, no primeiro momento, utilizaram-se os saldos de *leasing* operacional a valor presente por ação (SLO) e, no segundo momento, adicionaram-se duas variáveis de controle, que foi o lucro líquido por ação (LLPA) e o patrimônio líquido, desmembrado em ativo total por ação (ATPA) menos o passivo total por ação (PAPA). Ambas as variáveis foram testadas sem e com os saldos de *leasing* operacional para o período estudado.

Os resultados evidenciaram, por meio do teste não paramétrico de Wilcoxon, que o reconhecimento dos valores de *leasing* operacional como direitos e obrigações geraram impactos significativos nos ativos e respectivos passivos das empresas. Tal fato é uma forte evidência de que esses números fora do balanço são relevantes na análise econômico-financeira das companhias.

Os resultados das regressões demonstraram que a informação de *leasing* operacional, utilizada como única variável explicativa, mostrou-se significativa. Isso indica que, testado isoladamente, a variável SLO possui conteúdo informacional e explica parte da variação do preço das ações. Observou-se, ainda, que, ao ajustar os ativos e passivos pelo saldo das operações de *leasing*, eles continuaram significativo. Contudo, ao comparar o R^2 Ajustado do modelo que considera o ativo e o passivo sem o ajuste para as operações de *leasing* com o R^2 Ajustado do modelo com ativos e passivos ajustados pelo saldo das operações de *leasing*, observa-se que, praticamente, não há alteração. Esse resultado é ratificado, observando-se os critérios de informação de Schwarz e Akaike.

Assim, as evidências empíricas obtidas sugerem que não há indícios de que a capitalização dos saldos de *leasing* operacional a pagar melhore a capacidade explicativa das

variáveis ativo total e passivo total na determinação do valor das ações. Isso sugere que o saldo das operações de *leasing* operacional já está refletido no preço das ações, logo, já foi absorvida pelo mercado. Portanto, alude-se que, independente de a informação está no Balanço Patrimonial ou fora dele, o mercado reconhece essa informação, conforme preconiza a teoria da eficiência de mercado e evidências de estudos anteriores (FINNERTY; FITZSIMMONS; OLIVER, 1980, IMHOFF; LIPE; WRIGHT, 1993, ELY, 1995, BEATTIE, GOODACRE; THOMSON, 2000, LINDSEY, 2006).

REFERÊNCIAS

- AMIR, E.; HARRIS, T. S.; VENUTI, E. K. “A Comparison of the value relevance of U.S. versus non-U.S. GAAP Accounting measures using Forms 20-F reconciliations”. *Journal of Accounting Research*, Supplement, p. 230-264, n. 31, 1993.
- BALL, R.; BROWN, P. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, v. 6, p. 159–177, 1968.
- BARTH, M. E. Relative measurement errors among alternative pension asset and liability measures. *The Accounting Review*, v. 66, p. 433-463, 1991.
- BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. The relevance of the value relevance literature for finance accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*. v.31, p. 77-104, 2001.
- BARTH, M. et al. A structural analysis of pension disclosures under SFAS 87 and their relation to share prices. *Financial Analysts Journal*, p.18-26, jan.-fev., 1993.
- BEATTIE, V., EDWARDS, K., & GOODACRE, A. The impact of constructive operating lease capitalization on key accounting ratios. *Accounting and Business Research*, p. 233– 254, out 1998.
- BEATTIE, V.; GOODACRE A.; THOMSON, S. J. Recognition versus disclosure: An investigation of the impact on equity risk using UK operating lease disclosure, *Journal of Business, Finance and Accounting*, v. 27, n. 10, p.1185-1224, 2000.
- BEAVER, W., et al. Financial reporting and the structure of bank share prices. *Journal of Accounting Research*, p. 157-178.
- BEAVER, W. et al. The association between unsystematic security returns and the magnitude of the earnings forecast error. *Journal of Accounting Research*, p.316-340, 1979.
- BEAVER, W. The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, v. 6, p.67–92, 1968.
- BEAVER, W.; CLARKE, R.; WRIGHT, F. The association between unsystematic security returns and the magnitude of earnings forecast errors. *Journal of Accounting Research*, v. 17, p.316–340, 1979.
- BENNET, B.K., BRADBURY, M. E. Capitalizing non-cancelable operating leases, *Journal of International Financial Management and Accounting*, v.14, n.2, p.101-114, 2003.
- BOARD, J. G. L.; WALKER, M. Intertemporal and cross-sectional variation in the association between unexpected accounting rates of return and abnormal returns. *Journal of Accounting Research*, v. 28, n.1, p. 182-192, 1990.
- BRETON, G.; TAFFLER, R. Creative accounting and investment analyst response. *Accounting and Business Research*, v.25, n.98, p. 81-92, 1995.

- BROOKS, C. *Introductory econometrics for finance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2002.
- BROWN, S.; LO, K.; LYS, T. Use of R2 in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades. *Journal of Accounting and Economics*, v. 28, p. 83-115, 1999.
- COLLINS, D.; MAYDEW, E. L.; WEISS, L. Changes in the value relevance of earnings and book value over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, v.24, p.39-67, 1997.
- COLLINS, D.; PINCUS, M.; XIE, H. Equity valuation and negative earnings: the role of book value equity. *The Accounting Review*, v.74, p.29-61, 1999.
- COSTA, F. M.; LOPES, A. B. Ajustes aos US-GAAP: estudo empírico sobre sua relevância para empresas brasileiras com ADRs negociadas em bolsa de Nova Iorque. *Revista Contabilidade & Finanças*, Edição 30 anos de Doutorado, p. 45-57, 2007.
- DANG, L.; BROWN, K. F.; McCULLOUGH, B. D. Apparent Audit Failures and Value Relevance of Earnings and Book Value. *Review of Accounting and Finance*, v.10, n.2, p. 134-154, 2011.
- DUKE, J.C., HSIEH, S.; SU, Y. Operating and synthetic leases: Exploiting financial benefits in the post-Enron era, *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, v.25, n.1, p.28-39, 2009.
- EL-GAZZAR, S. Stock market effects of closeness to debt covenant restrictions resulting from capitalization of leases. *The Accounting Review*, v.68, n.2, p.258–272, 1993.
- Ely, K. M. Operating lease accounting and the market's assessment of equity risk. *Journal of Accounting Research*, v.33, n.2, p.397–41, 1995.
- FINNERTY, J. E.; FITZSIMMONS, R. N.; OLIVER, T. W. Lease capitalization and systematic risk, *Accounting Review*, v. 55, n.4, p. 631-639, 1980.
- FRANCIS, J.; SCHIPPER, K. Have financial statements lost their relevance? *Journal of Accounting Research*, v. 37, n. 2, p. 319-352, 1999.
- FÜLBIER, R. U; SILVA, J.L; PFERDEHIRT, M. H. Impact of Lease Capitalization on Financial Ratios of Listed German Companies. *Schmalenbach Business Review*, v.60, n.2, p. 122-144, 2008.
- GALLERY, G.; IMHOFF Jr, E. A. *Disclosure versus recognition: Some evidence from the Australian capital market regarding off-balance sheet leasing, Paper presented at the University of Melbourne*. Research Seminar Series, 1998.
- GARROD, N. Regulation and response: the case of lease disclosure in the UK, *Research in Accounting Regulation*, v.3, p.69-92, 1989.
- HENDRIKSEN, E. S.; BREDA, M. F. V. *Teoria da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 1999.
- IMHOFF Jr., E A., LIPE, R. C.; WRIGHT, D. W. Operating leases: Impact of constructive capitalization. *Accounting Horizons*, v.5, p.51-63, 1991.
- IUDÍCIBUS, S.; LOPES, A. B. (Coords.) *Teoria avançada da contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2004.
- KILPATRICK, B. G.; NANCY L. W. Off-balance-sheet financing & operating leases impact on lessee financial ratios. *RMA Journal*, v.89, p.80-87, 2007.

- LANDSMAN, W. An empirical investigation of pension fund property rights. *The Accounting Review*, v.61, p. 622-691, out, 1986.
- LEV, B. On the usefulness of earnings and earnings research: lesson and directions from two decades of accounting research. *Journal of Accounting Research Supplement*, v.20, supplement, p.153 – 192, 1989.
- LINDSEY, B. P. *A value relevance examination of the current leasing standard*. Unpublished Ph.D., The University of North Carolina at Chapel Hill, United States — North Carolina, 2006.
- LOPES, A. B. *A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à BOVESPA*. 2001. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- LOPES, A. B. The Value Relevance of Brazilian Accounting Numbers: an Empirical Investigation. *Social Science Research Network (SSRN)*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Maio, 2002. Acesso em 28 de dezembro de 2011.
- MACEDO, M. A. da S.; MACHADO, M. A. V.; MURCIA, F. D. R.; MACHADO, M. R. Análise do Impacto da Substituição da DOAR pela DFC: um estudo sob a perspectiva do *value relevance*. *Revista de Contabilidade e Finanças – USP*, São Paulo, v. 22, n.57. p. 299-318, set/out/dez, 2011.
- MAROCO, J. *Análise estatística com utilização do SPSS*. 3. Ed. Lisboa: Edições Sílabo, 2007.
- MARTINS, G. *Manual para elaboração de monografias e dissertações*. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- MORAIS, A. I.; CURTO, J. D. Accounting quality and the adoption of IASB Standards – portuguese evidence. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 19, n. 48, p. 103-111, 2008.
- MORSE, D. Price and trading volume reaction surrounding earnings announcements: a closer examination. *Journal of Accounting Research*, v.19, p.374-384, 1981.
- NELSON, A. T. Capitalizing leases: the effect on financial ratios, *Journal of Accountancy*, v.41, p.49-58, 1963.
- NIYAMA, J. K.; SILVA, C. A. T. *Teoria da contabilidade*. Ed. Atlas, São Paulo: 2008.
- PATELL, J.; WOLFSON, M. The ex-ant and ex-post price effects of quarterly earnings announcements reflected in option and stock prices. *Journal of Accounting Research*, v.19, p. 434-458, 1981.
- PETERSON, P. *Analysis of financial statements*. New York: Wiley, 2006.
- VISHNANI, S.; SHAH, B. Kr. Value relevance of published financial statements -with special emphasis on impact of cash flow reporting. *International Research Journal of Finance and Economics*. n.17, 2008.
- WOLK, H. I; DOOD, J. L.; ROZYCKI, J. J. *Accounting theory: a conceptual and institutional approach*. 5 Ed. South-Western College Publishing, 2008.
- ZOTT, J. C. *An analysis of the impact of leasing on equity values*. Dissertation, Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Doctor of Business Administration. Edward s. Ageno School of Business, Golden Gate University, San Francisco, California. March, 2008.