



Lisbon School
of Economics
& Management
Universidade de Lisboa

MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

**DETERMINANTES DA ESCOLHA CONTABILÍSTICA DE COBERTURA:
IFRS 9 vs. IAS 39**

ANA RITA FERRINHO SILVA

OUTUBRO - 2024



Lisbon School
of Economics
& Management
Universidade de Lisboa

MESTRADO EM CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO DISSERTAÇÃO

**DETERMINANTES DA ESCOLHA CONTABILÍSTICA DE COBERTURA:
IFRS 9 vs. IAS 39**

ANA RITA FERRINHO SILVA

ORIENTAÇÃO:

**PROF. DOUTORA INÊS MARIA GALVÃO TELES FERREIRA DA FONSECA
PINTO**

OUTUBRO - 2024

GLOSSÁRIO

CapEx - *Capital expenditures*

CEO – *Chief Executive Officer*

IAS - *International Accounting Standard*

IASB - *International Accounting Standards Board*

ICR – *Interest coverage ratio*

IFRS - *International Financial Reporting Standard*

JVLP – Justo Valor através de Lucros ou Prejuízos

JVORI – Justo Valor através de Outro Rendimento Integral

MTB – *Market-to-book value*

ORI – Outro rendimento integral

PIR - *Post Implementation Review*

ROA - *Return on assets*

RESUMO

Este estudo analisa os fatores determinantes na escolha entre a *International Financial Reporting Standard* (IFRS) 9 e a *International Accounting Standard* (IAS) 39 em contabilidade de cobertura. A IFRS 9, que entrou em vigor em 2018, trouxe maior flexibilidade na contabilização de cobertura, permitindo a utilização de um leque mais amplo de instrumentos de cobertura e itens cobertos, além de um critério de determinação da eficácia mais flexível, em comparação com a IAS 39. Esta mudança responde às críticas de que a IAS 39 impunha restrições excessivas, desencorajando o uso de cobertura e gerando uma contabilização que não refletia adequadamente as estratégias de gestão de risco das empresas. No entanto, as entidades podem optar atualmente por manter a adoção da IAS 39 até que o projeto de macro cobertura esteja concluído ou podem adotar imediatamente a IFRS 9, em matéria de contabilidade de cobertura.

Desta forma, o presente trabalho visa identificar os fatores que determinam a escolha entre os dois normativos sobre a Contabilidade de Cobertura, fornecendo informação relevante sobre o cumprimento dos objetivos do *International Accounting Standards Board* (IASB) com a IFRS 9. Através de um modelo *probit*, foram analisados os fatores que influenciam a escolha entre os dois normativos, considerando variáveis como o risco de crédito, os incentivos dos *Chief Executive Officer* (CEO), o setor financeiro (ou não financeiro) e a rendibilidade dos dividendos. Para tal, foi utilizada uma amostra que contemplou as empresas dos índices FTSE100 e EUROSTOXX50. Os resultados mostraram que entidades com maior risco de crédito e elevada rendibilidade de dividendos têm probabilidade superior e inferior em adotar a IFRS 9, respetivamente. Os bancos, por sua vez, mostraram uma menor tendência em adotar esta norma por preferirem aguardar pela conclusão do projeto de macro cobertura do IASB.

PALAVRAS-CHAVE: IFRS 9; IAS 39; contabilidade de cobertura.

JEL CODES: C12; G10; M41.

ABSTRACT

This study analyzes the key factors influencing the choice between International Financial Reporting Standard (IFRS) 9 and International Accounting Standard (IAS) 39 in hedge accounting. IFRS 9, which came into effect in 2018, introduced greater flexibility in hedge accounting, allowing the use of a wider range of hedging instruments and hedged items, along with a more flexible criterion for assessing hedge effectiveness compared to IAS 39. This change addressed criticisms that IAS 39 imposed excessive restrictions, discouraging the use of hedging and resulting in accounting practices that did not adequately reflect companies' risk management strategies. However, entities may currently choose to continue applying IAS 39 until the macro hedging project is finalized or adopt IFRS 9 immediately for hedge accounting purposes.

Therefore, this study aims to identify the factors determining the choice between the two standards for hedge accounting, providing relevant insights into whether the International Accounting Standards Board's (IASB) objectives for the changes introduced by IFRS 9 in hedge accounting are being met. A probit model was used to analyze the factors influencing the choice between the two standards, considering variables such as credit risk, Chief Executive Officer (CEO) incentives, the financial (or non-financial) sector, and dividend yield. The sample consisted of companies from the FTSE100 and EUROSTOXX50 indices. The results indicated that entities with higher credit risk and higher dividend yield have, respectively, a greater and lesser probability of adopting IFRS 9. Banks, on the other hand, tend to avoid adopting this standard as they prefer to wait for the conclusion of the IASB's macro hedging project.

KEYWORDS: IFRS 9; IAS 39; hedge accounting.

JEL CODES: C12; G10; M41.

ÍNDICE

Glossário.....	i
Resumo	ii
Abstract.....	iii
Índice	iv
Índice de tabelas	v
Agradecimentos	vi
1. Introdução.....	1
2. Contexto.....	3
3. Revisão da Literatura.....	6
3.1. Risco	6
3.2. Incentivos do CEO.....	7
3.3. Setor.....	8
3.4. Rendibilidade dos dividendos.....	9
4. Metodologia e Amostra	11
4.1. Metodologia.....	11
4.2. Amostra	14
5. Análise dos Resultados	15
5.1. Estatística descritiva	15
5.2. Matriz de correlação de Pearson.....	16
5.3. Resultados.....	17
5.4. Testes adicionais.....	19
6. Conclusão	23
Referências Bibliográficas.....	27
Anexos.....	30

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela I – Estatística descritiva	15
Tabela II – Estimação do modelo	17
Tabela III – Análise de robustez da regressão (variável ICR).....	20
Tabela IV - Análise de robustez da regressão (variável MTB)	21

AGRADECIMENTOS

“Entrega o teu caminho ao Senhor; confia nele, e ele tudo fará”

(Salmo 37:5).

A Deus, agradeço pela força que me concedeu ao longo deste desafio.

À minha orientadora, Prof. Doutora Inês Pinto, expresso a minha profunda gratidão pela orientação ímpar e incansável em todas as etapas do trabalho. A sua dedicação, disponibilidade e rigor foram essenciais para o sucesso desta dissertação.

À Prof. Doutora Ana Isabel Morais, agradeço pela partilha do seu vasto conhecimento em Contabilidade de Cobertura, um tema que, embora particularmente complexo, foi por si esclarecido de forma clara e acessível, constituindo um contributo crucial para o desenvolvimento da componente teórica deste trabalho.

À minha família, ao meu namorado e amigo(a)s, agradeço o apoio incondicional, o carinho e as palavras de perseverança, que foram indispensáveis para ter o suporte emocional necessário para enfrentar todas as adversidades ao longo desta etapa.

Aos meus colegas do ISEG, agradeço o companheirismo e o constante espírito de ajuda. Levo, sem dúvida, grandes amizades para a vida.

Aos meus colegas de equipa da PwC, agradeço as palavras de encorajamento, bem como a prontidão em me ajudar sempre que necessário.

Por fim, e de todo não menos importante, agradeço à minha Mãe. Apesar de infelizmente ter partido no início deste mestrado, acompanhou-me como uma estrela guia em todos os momentos, sobretudo nos mais difíceis. Sei que estarás orgulhosa de mim.

1. INTRODUÇÃO

Em 1 de janeiro de 2018, foi colocada em vigor pelo *International Accounting Standards Board* (IASB), a *International Financial Reporting Standard* (IFRS) 9: *Financial Instruments*, que veio introduzir alterações significativas relativamente à contabilidade de cobertura (*hedge accounting*). A norma anterior, a *International Accounting Standard* (IAS) 39 - *Financial Instruments*, previa critérios de qualificação para a cobertura que englobavam tanto critérios de designação formal e documentação, como critérios de eficácia de cobertura. Particularmente no que se refere ao critério de eficácia de cobertura, o grau de exigência da norma era elevado, dado que impunha que o rácio da variação do instrumento de cobertura em relação às variações do elemento coberto historicamente e prospectivamente se situasse entre 80% e 125%. Além disto, os tipos de instrumentos de cobertura e itens cobertos elegíveis para a contabilidade de cobertura eram bastante restritivos. Estas exigências eram alvo de diversas críticas, dado que muitas vezes as empresas acabavam por não contabilizar o *hedge* nas suas demonstrações financeiras e essa contabilização acabava por assumir uma natureza especulativa, o que não correspondia à realidade financeira das entidades. Com o surgimento IFRS 9, o critério de eficácia de cobertura passou a ser mais flexível, através de um rácio de cobertura consistente com a estratégia de gestão de risco da empresa, além de que o espetro de instrumentos de cobertura e itens cobertos elegíveis passou a ser bastante mais abrangente, correspondendo a um modelo que melhor relaciona a gestão de risco económico com o tratamento contabilístico realizado.

A IFRS 9 prevê adicionalmente uma opção de escolha de política contabilística da IAS 39 ou da IFRS 9 em contabilidade de cobertura, até que o IASB termine o projeto de macro cobertura que está a desenvolver, sem previsão até ao momento para a data da sua conclusão. Deste modo, este trabalho pretende analisar quais são os fatores determinantes das empresas para a opção de escolha de política contabilística em contabilidade de cobertura. De notar que, por um lado, a flexibilidade subjacente à nova norma traz algum grau de subjetividade para a contabilização do *hedge*, e, deste modo, pode facilitar práticas oportunistas da gestão, mas, por outro lado, mitiga os problemas que eram identificados na norma anterior. Adicionalmente, seria interessante perceber por que

razão certas empresas preferem manter a adoção da IAS 39, embora a sua aplicação seja substancialmente mais complexa e exigente que a IFRS 9.

Tendo em consideração que a IFRS 9 é relativamente recente, ainda não existem muitos estudos que analisem o impacto da sua implementação nas demonstrações financeiras das entidades. Assim, de forma a colaborar para a área de investigação de contabilidade de cobertura e para contribuir com algum *feedback* que foi solicitado pelo IASB na sua *Post-implementation Review IFRS 9 Financial Instruments Impairment 2023*¹ relativamente a se os efeitos da aplicação do novo normativo estão a ir de encontro com o objetivo de garantir que a contabilidade das empresas forneça uma imagem adequada da sua posição financeira, tornou-se interessante desenvolver este estudo. Deste modo, as questões fundamentais desta investigação prendem-se por perceber quais são os fatores que determinam a escolha entre a IFRS 9 ou a IAS 39 em contabilidade de cobertura, nomeadamente se o risco de crédito, a compensação variável dos CEOs, o setor financeiro e/ou a rendibilidade dos dividendos têm alguma influência. De modo a testar estas hipóteses, foi utilizado um modelo *probit* para construir uma regressão que abrange estes fatores e ainda outras variáveis de controlo que influenciam a escolha de normativo.

Este trabalho está dividido em seis capítulos. O capítulo 2, trata-se de uma síntese teórica que contextualiza as diferenças e semelhanças entre a IAS 39 e a IFRS 9, e como estas diferenças procuraram responder às dificuldades enfrentadas pelos utilizadores da IAS 39. No capítulo seguinte, é realizada a revisão de literatura com o estudo dos fatores determinantes e respetivas hipóteses. No quarto capítulo, é feita uma análise à amostra e metodologia para a inferência estatística a ser realizada. No capítulo seguinte, são apresentados os resultados empíricos. Por fim, no sexto capítulo, são retiradas as conclusões deste estudo, bem como as suas limitações e pistas de investigação futura.

¹ Este pedido de informação está disponível em <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/project/pir-9-impairment/rfi-iasb-2023-1-ifrs9-impairment.pdf>

2. CONTEXTO

A IFRS 9 consiste na norma contabilística atualmente aplicada a Instrumentos Financeiros, sucessora da IAS 39, e entrou em vigor a partir do ano fiscal de 2018 (IFRS 9, §7.1.1.). A principal motivação para a alteração deste normativo, em matéria de contabilidade de cobertura (*hedge accounting*), está relacionada com a dificuldade em alinhar os requisitos impostos pela norma anterior às práticas reais de gestão de risco das organizações (PwC, 2017). Efetivamente, as empresas frequentemente contratavam produtos para cobrir riscos, mas, por não cumprirem os critérios exigidos pela norma, esses instrumentos acabavam por ser registados nas contas como sendo de natureza especulativa, apesar de o verdadeiro propósito ser a cobertura de risco. Assim, a aplicação de contabilidade de cobertura era considerada quase impossível e implicava elevados custos (PwC, 2017), tornando-se, portanto, impreterível uma reforma desta norma.

Embora a IFRS 9 introduza mudanças no tratamento contabilístico do *hedging*, esta norma também prevê uma opção de escolha de política contabilística. As organizações podem optar por continuar a aplicar a IAS 39 ou adotar a IFRS 9 em contabilidade de cobertura (IFRS 9, §7.2.21.). Adicionalmente, existe a exceção da cobertura de justo valor de exposições à taxa de juro em carteiras de ativos ou passivos financeiros, onde as entidades podem também continuar a aplicar os requisitos da IAS 39 (IFRS 9, §6.1.3.). Todavia, esta opção estará disponível apenas até que o *International Accounting Standards Board* (IASB) conclua o projeto de macro cobertura que está a desenvolver, não existindo, até ao momento, uma data definida (PwC, 2017).

As principais mudanças introduzidas pela IFRS 9 consistem no alargamento dos instrumentos que podem ser considerados como de cobertura de risco, bem como dos instrumentos que podem ser cobertos; requisitos qualitativos e quantitativos mais abrangentes, nomeadamente no que concerne ao grau de eficácia da cobertura; e, por fim, uma maior extensão do horizonte temporal da aplicação da cobertura de risco.

No que diz respeito aos requisitos comuns a ambos os normativos, são considerados instrumentos de cobertura os instrumentos financeiros derivados mensurados pelo Justo Valor através de Lucros ou Prejuízos (JVLP), exceto algumas opções subscritas, e os instrumentos financeiros não derivados mensurados pelo JVLP que visem cobrir o risco cambial. Adicionalmente, a exigência da IAS 39 de que a aplicação da contabilidade de

cobertura se limitasse a contratos celebrados com entidades externas à de relato também foi mantida na IFRS 9 (IFRS 9, §6.2.1 a 6.2.3.).

Relativamente às diferenças nos requisitos exigidos pelas normas, a IFRS 9 introduz a possibilidade de designar como instrumento de cobertura ativos/passivos financeiros não derivados mensurados pelo JVLP para cobrir outros riscos além do cambial, além de derivados embutidos em passivos financeiros ou contratos não financeiros (PwC, 2017). Adicionalmente, no que diz respeito à proporção de um instrumento de cobertura, enquanto a IAS 39 exigia que o produto financeiro fosse totalmente de cobertura (IAS 39, §74), a IFRS 9 permite que uma proporção do total do instrumento de cobertura seja designado instrumento de cobertura (IFRS 9, §6.2.4. c)). Além disto, a IFRS 9 também possibilita a combinação de produtos de cobertura, tanto de derivados, ou parte destes, como de não derivados, ou parte destes (IFRS 9, §6.2.6), o que não era possível na IAS 39.

No que diz respeito aos elementos cobertos, a IFRS 9 alarga o espectro de produtos que podem ser designados como tal. Em primeiro lugar, permite a cobertura de grupos de posições líquidas (IFRS 9, §6.6.1.), alinhando a estratégia de gestão de risco com a contabilidade da empresa, ao possibilitar a cobertura da posição líquida de um grupo de produtos com exposição a risco semelhante (PwC, 2017). Por outro lado, também é permitida a cobertura de exposições agregadas, o que significa que se torna possível agregar produtos financeiros derivados e não derivados nas operações de cobertura, além de componentes de itens não financeiros (IFRS 9, §6.3.4; PwC, 2017). De ressaltar que os componentes de itens financeiros que já estavam previstos na norma anterior.

Os critérios de qualificação para a aplicação de contabilidade de cobertura previstos na IAS 39 também foram revistos. A IFRS 9 exige critérios de designação, documentação formais e requisitos de eficácia de cobertura consideravelmente mais flexíveis do que a norma anterior, sendo que este último constitui um dos maiores impactos da alteração de normativo em matéria de contabilidade de cobertura. A IAS 39 impunha um critério quantitativo, além de outros critérios qualitativos, para avaliar se a cobertura era altamente eficaz, exigindo que o rácio da variação do instrumento de cobertura em relação às variações do elemento coberto historicamente e prospectivamente se situasse entre 80% e 125% (IAS 39, §AG105 b)). Já a IFRS 9 requer uma análise qualitativa e

quantitativa, devidamente justificada, para aferir a eficácia da cobertura, com um rácio de cobertura consistente com a estratégia de gestão de risco adotada pela empresa, adotando uma abordagem exclusivamente prospetiva (IFRS 9, §6.4.1; Singh, 2019). Não obstante, importa constatar que este critério quantitativo possui algum grau de subjetividade, uma vez que se baseia no julgamento autónomo efetuado pelos órgãos de gestão (Singh, 2019).

Por fim, a descontinuação voluntária de contabilidade de cobertura deixa de ser permitida pela IFRS 9 (IFRS 9, §B6.5.23), algo que era possível na IAS 39 (IAS 39, §91). Assim, se a cobertura deixar de ser eficaz, o rácio de cobertura deve ser ajustado (IFRS 9, §B6.5.9), o que permite às entidades manterem a contabilidade de cobertura por mais tempo.

No cômputo geral, é possível presumir que a adoção da IFRS 9 reduz a volatilidade de resultados, em comparação com a IAS 39, na medida em que permite que um maior número de instrumentos de cobertura e de elementos cobertos sejam admitidos à contabilidade de cobertura. Isto deve-se ao facto de haver uma maior variedade de tipos de produtos admitidos, à maior flexibilidade dos critérios de admissão e ao horizonte temporal de cobertura mais alargado. Assim, a volatilidade pode ser reduzida pois impacto líquido das alterações do justo valor do instrumento de cobertura e do elemento coberto é tendencialmente neutro.

3. REVISÃO DA LITERATURA

De acordo com Modigliani & Miller (1958), num mercado perfeito, não existem assimetrias de informação entre os diferentes agentes de uma organização. Assim, os gestores atuam com o objetivo de maximizar o valor das empresas e os investidores têm acesso à informação de forma transparente. Neste contexto, o uso de *hedging* não teria impacto no valor das entidades. No entanto, numa perspetiva mais realista de mercado, a teoria da gestão de risco identifica vários tipos de riscos que afetam as empresas e que aumentam a volatilidade percecionada (Guay & Kothari, 2003), como o risco de crédito, o risco de preço, o risco de reinvestimento, o risco de inflação, o risco de liquidez, o risco de taxa de câmbio e o risco fiscal. Assim, existe evidência na literatura que justifica a opção dos gestores pelo uso da contabilidade de cobertura para gerir os riscos enfrentados pelas empresas (Bartram et al., 2011; Guay & Kothari, 2003).

Segundo Fields et al. (2001), a escolha de uma política contabilística é uma decisão cujo propósito é influenciar o *output* contabilístico de uma determinada forma, assente numa perspetiva de mercado imperfeito. As três principais motivações para tal decisão são os custos de agência, as assimetrias de informação e as externalidades que afetam terceiros. Em conformidade com esta ideia, e tendo em conta o objetivo central da adoção da IFRS 9 em detrimento da IAS 39 em contabilidade de cobertura, que é proporcionar uma imagem mais adequada e verdadeira da posição financeira de uma organização, além reduzir a volatilidade dos *cash-flows* e resultados e, por conseguinte, os riscos incorridos, torna-se pertinente apurar quais são os fatores que podem efetivamente influenciar o comportamento dos gestores na escolha entre os dois normativos em contabilidade de cobertura.

3.1. Risco

De acordo com Smith & Stulz (1985) e Pierce (2020), as empresas utilizam derivados como forma de minimizar os custos de falência, especialmente quando enfrentam dificuldades em cumprir as suas obrigações, com o objetivo de mitigar o risco. Esta perspetiva é corroborada pelo estudo de Judge (2006), que demonstra que um maior grau de endividamento está associado a um rácio de cobertura dos juros mais reduzido e a um

rating de crédito inferior. Consequentemente, torna-se mais provável que as empresas recorram ao *hedge* para diminuir o risco a que estão expostas.

Neste sentido, Geyer-Klingeberg et al. (2018) e Singh & Upneja (2008) também comprovam que as empresas utilizam o *hedge* corporativo de forma a reduzir o risco de falência e os custos de aperto financeiro, dado que através da contabilidade de cobertura é possível reduzir a volatilidade dos *cash flows*, bem como os custos de financiamento, o que, por sua vez, aumenta o valor da empresa.

Não obstante, é relevante ressaltar que, quando os custos associados ao cumprimento dos critérios de contabilidade de cobertura são elevados – algo característico da aplicação da IAS 39 - as empresas podem optar por não recorrer à contabilidade de cobertura devido aos custos com a dívida a que já estão sujeitas (Pierce, 2020).

Assim, com base na premissa de que as empresas utilizam a contabilidade de cobertura para reduzir o risco de falência quando apresentam um elevado nível de endividamento, pode-se aferir que estas tendem a preferir a adoção da IFRS 9 em detrimento da IAS 39 em contabilidade de cobertura, visto que a IFRS 9 oferece uma maior variedade de produtos com os quais podem estabelecer relações de cobertura, além de critérios mais flexíveis. Em contraste, a IAS 39, devido aos elevados custos de *compliance* associados ao cumprimento dos seus requisitos mais exigentes, leva a que as empresas mais endividadas possam não estar dispostas a continuar a seguir os seus critérios em contabilidade de cobertura, para evitar incorrer em custos adicionais (Pierce, 2020; PwC, 2017). Com base nesta análise, pode ser formulada a seguinte hipótese:

H1: As empresas com maior endividamento têm maior probabilidade de escolher a IFRS 9 em contabilidade de cobertura.

3.2. Incentivos do CEO

Segundo Pierce (2020), os CEOs que detêm instrumentos de capital próprio, ou seja, ações da empresa que gerem, tendem a minimizar a volatilidade do preço dessas ações. Além disto, o autor destaca que esses gestores tendem a recorrer aos instrumentos derivados para suavizar os resultados quando a sua remuneração é variável, isto é, associada a bônus e outros incentivos ligados ao desempenho da empresa. Stulz (1984,

1996), Smith & Stulz (1985) e Singh & Upneja (2008), também verificam que os incentivos aos órgãos de gestão, quando dependentes da performance da empresa, levam a que estes sejam mais avessos ao risco e procurem formas de o mitigar. Neste sentido, os gestores têm incentivos para utilizar, ou não, produtos derivados com o objetivo de reduzir, ou aumentar, a volatilidade dos resultados, dependendo se a sua compensação está relacionada com a volatilidade do preço das ações (Singh & Upneja, 2008).

Guay & Kothari (2003) constataam que os tipos de risco a que a empresa pode estar exposta, como a volatilidade de *cash flows*, dos resultados ou do preço das ações, podem ser reduzidos através do *hedge*, caso a compensação dos gestores esteja associada a esses mesmos riscos. Estas compensações incluem *stock options*, bônus de remuneração associado ao cumprimento de metas de resultados, entre outros.

Dado que a adoção da IFRS 9, em comparação com a IAS 39, permite às empresas reduzir a volatilidade dos seus resultados, e tendo em conta que os gestores são avessos ao risco quando a sua remuneração é variável, pode ser formulada a seguinte hipótese:

H2: Empresas cujos CEOs auferem maiores rendimentos variáveis têm maior probabilidade de escolher a IFRS 9 em contabilidade de cobertura.

3.3. Setor

Segundo Chernenko & Faulkender (2011), as empresas não-financeiras recorrem aos derivados não apenas com o objetivo de cobrir o risco, mas também com fins especulativos. Chang et al. (n.d.), acrescentam que a presença do setor bancário no mercado dos derivados tem revelado uma tendência oposta à do setor não-bancário, sugerindo que os bancos utilizam produtos derivados essencialmente para fins especulativos, ao contrário das entidades de outros setores, que os utilizam para cobertura. Estes autores constataram ainda que o propósito de realizar transações especulativas por parte dos bancos contribui para o aumento do seu valor, o que contrasta com o verificado nas empresas não-financeiras, onde o uso da cobertura serve essencialmente para gerir o risco incorrido e, conseqüentemente, aumentar o seu valor (Chang et al., n.d.).

Além disso, é importante considerar que o setor financeiro, por natureza, detém um elevado nível de especialização em instrumentos financeiros, o que faz com que a

complexidade enfrentada pelas empresas de outros setores ao cumprir os requisitos da IAS 39, particularmente na determinação da eficácia de cobertura, não seja tão acentuada no setor bancário. Presume-se, assim, que o setor bancário dispõe de mecanismos próprios eficazes para atender às exigências da norma anterior, tornando a adaptação à IFRS 9 menos vantajosa.

Assim, uma vez que este setor possui uma capacidade para cumprir os requisitos da IAS 39 com maior facilidade em comparação com outros setores em contabilidade de cobertura que efetua e está sujeito a um elevado nível de escrutínio, pode-se aferir que a atual mudança para a IFRS 9 não trouxe benefícios significativos às práticas contabilísticas de *hedge* já adotadas por este setor. Considerando que o setor financeiro domina as transações no mercado de derivados (Chang et al., n.d.), torna-se questionável se é vantajoso adaptar os procedimentos de forma antecipada para seguir as diretrizes de um novo normativo, onde o *hedge* não representa um fator significativo de criação de valor. Adicionalmente, é pertinente considerar o facto de a macro cobertura ser particularmente relevante para este tipo de instituições, que frequentemente possuem elevados portefólios de produtos financeiros suscetíveis ao risco, pelo que poderá ser prudente aguardar pela conclusão do projeto de macro cobertura por parte do IASB antes de adotar novo o normativo. Desta forma, pode ser formulada a seguinte hipótese:

H3: Empresas do setor financeiro têm menor probabilidade de escolher a IFRS 9 em contabilidade de cobertura.

3.4. Rendibilidade dos dividendos

Os dividendos desempenham um papel crítico na gestão de problemas de agência entre os acionistas e os órgãos de gestão das empresas, uma vez que, por um lado, o seu pagamento impede que a gestão utilize os resultados em benefício próprio, mas, por outro, expõe as empresas à possível necessidade futura de recorrer a fundos externos, além de aumentar o controlo dos acionistas sobre a gestão (Easterbrook, 1984; La Porta et al., 2000).

Neste sentido, a literatura existente aborda extensivamente o “puzzle dos dividendos”, a partir de diferentes perspetivas do problema (Black, 1976; Easterbrook, 1984; Miller & Modigliani, 1961). La Porta et al. (2000), identificam dois modelos distintos que

relacionam os direitos dos acionistas com as políticas dos dividendos: o “modelo do resultado” e o “modelo de substituição”. O primeiro sugere que o rácio de pagamento dos dividendos é o resultado de uma pressão elevada por parte dos acionistas sobre a gestão, associada à maior proteção dos seus direitos. Em contraste, o segundo modelo propõe que o pagamento dos dividendos atua como um substituto para os direitos dos acionistas, uma vez que, num contexto de fraca governança corporativa, a gestão utiliza os dividendos como uma forma de compensar esse problema de governança e, assim, satisfazer os acionistas.

De uma outra perspetiva, Brockman & Unlu (2009) analisam a conexão dos custos de agência da dívida e os direitos dos credores com a política de dividendos. De acordo com o estudo, uma política de distribuição de dividendos mais restritiva funciona como um mecanismo de compensação para os credores cujos direitos são limitados.

Em síntese, um pagamento elevado (reduzido) de dividendos pode ser resultado de pressão elevada (reduzida) por parte dos acionistas, ou de uma governança corporativa fraca (elevada) e pressão reduzida (elevada) dos credores, em conformidade com a teoria da agência. Assim, dado que a escolha pela adoção da IFRS 9, em detrimento da IAS 39, permite às empresas beneficiarem de requisitos mais flexíveis em contabilidade de cobertura, particularmente na determinação da eficácia do *hedge*, existe o risco de incentivar a adoção de estratégias de cobertura incorretas, relacionadas com os conflitos de interesses. Posto isto, será pertinente testar a associação entre um rácio de pagamento dos dividendos mais elevado e a escolha de adoção da IFRS 9 em contabilidade de cobertura, sem especificação do sinal, no âmbito dos conflitos de interesses relacionados com teoria da agência.

H4: As empresas que apresentam um rácio de rendibilidade dos dividendos mais elevado têm probabilidade de escolher a IFRS 9 em contabilidade de cobertura.

4. METODOLOGIA E AMOSTRA

4.1. Metodologia

Para testar as quatro hipóteses formuladas, foi construído um modelo *probit*², dado que a variável dependente, que representa a probabilidade de se observar a escolha da IFRS 9 em contabilidade de cobertura, é de natureza binária. O modelo foi estimado através do método da máxima verossimilhança. Assim, a variável dependente, IFRS9, assume o valor 1 quando a escolha pela IFRS 9 é realizada e 0, caso contrário.

$$Pr(IFRS9=1) = \beta_0 + \beta_1 LEV + \beta_2 CEOCOMP + \beta_3 FINANS + \beta_4 DIVYIELD + \beta_5 ROA + \beta_6 OWNCONC + \beta_7 SIZE + \beta_8 CAPEXS + \beta_9 DIVERS + \beta_{10} LIQ + \beta_{11} DLOSS + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

No que diz respeito à hipótese 1, que avalia se o risco de crédito é um determinante da escolha pela IFRS 9, a literatura sugere que este pode ser representado pelo rácio de endividamento, em conformidade com os estudos de Geyer-Klingenberg et al. (2018); Giraldo-Prieto et al. (2019); Guay & Kothari (2003); Pierce (2020); Singh & Upneja (2008), ou pelo rácio de cobertura dos gastos financeiros (Geyer-Klingenberg et al., 2018; Singh & Upneja, 2008). Assim, foi adicionada ao modelo a variável explicativa *LEV*, que corresponde ao rácio *leverage*, que consiste no peso da dívida total sobre o ativo total das empresas.

Relativamente à hipótese 2, esta visa determinar se os incentivos do CEO influenciam a escolha pela IFRS 9 em contabilidade de cobertura. Foi adicionada ao modelo a variável explicativa *CEOCOMP*, que corresponde ao peso da compensação variável na compensação total dos CEOs, em conformidade com Guay & Kothari (2003), para testar esta hipótese.

Para a hipótese 3, que analisa o setor como determinante da escolha contabilística, foi criada a variável explicativa *Setor*, uma *dummy* que testa se empresas do setor financeiro têm um impacto negativo na opção pela IFRS 9, conforme analisado anteriormente.

Relativamente à hipótese 4, que investiga a correlação entre o pagamento de dividendos e a adoção da IFRS 9 pelas empresas, foi utilizada rendibilidade dos dividendos como *proxy*. Geyer-Klingenberg et al. (2018), que estudaram os determinantes

² Todas as variáveis que constituem o modelo estão explicadas no *Anexo I*.

relacionados com o uso de cobertura corporativa, também utilizaram a *dividend yield* como uma das *proxies* na sua análise.

Quanto às restantes variáveis no modelo, estas são variáveis de controlo. O objetivo foi identificar indicadores que possam influenciar de algum modo a escolha contabilística. Em primeiro lugar, foi considerada a rentabilidade dos ativos (*ROA*), dado que, segundo Pierce (2020), este é um dos possíveis determinantes para o tratamento de instrumentos derivados em contabilidade de cobertura. Um maior investimento em ativos geradores de resultados, pode implicar maior endividamento e, conseqüentemente, maior necessidade de cobertura de risco, o que poderá resultar numa maior preferência pela IFRS 9.

Além disso, foi observada uma possível relação entre a concentração de propriedade (*ownership concentration*) e a gestão do risco, uma vez que uma elevada monitorização pelos acionistas tende a incentivar a gestão a adotar decisões de cobertura (Giraldo-Prieto et al., 2019). Demsetz & Villalonga (2001) também analisaram como a concentração de propriedade influencia a performance das empresas, utilizando a proporção de ações detidas pelos maiores acionistas como *proxy*. No presente estudo, foi criada a variável *OWNCONC*, com base na metodologia dos autores anteriormente mencionados, para testar a relação entre a concentração de propriedade e a escolha da IFRS 9.

A dimensão das empresas é amplamente utilizada na literatura como variável explicativa ou como variável de controlo em modelos que investigam determinantes de decisões relacionadas com derivados. Este aspeto é abordado em estudos como Geyer-Klingenberg et al. (2018); Giraldo-Prieto et al. (2019); Pierce (2020) e Singh & Upneja (2008). As empresas de maior dimensão tendem a ter maior experiência em contabilidade de cobertura, permitindo-lhes beneficiar de economias de escala nos custos associados, sendo, portanto, mais propensas a adotar esta prática contabilística (Singh & Upneja, 2008). Para este trabalho, foi utilizado o logaritmo natural do ativo total como *proxy* da dimensão para a variável *SIZE*.

O CapEx, representado pelo logaritmo natural dos investimentos e oportunidades de crescimento (Geyer-Klingenberg et al., 2018; Giraldo-Prieto et al., 2019), reflete investimentos em capital. Um CapEx com valor elevado indica maior investimento e, possivelmente, maior endividamento, o que pode levar ao uso da contabilidade de cobertura para proteger contra riscos e, por conseguinte, maior preferência pela adoção

da IFRS 9. Assim, a variável de controlo CAPEXS foi criada como o quociente do CapEx pelo ativo total.

A variável *DIVERS* reflete o grau de diversificação geográfica e por segmentos dos *cash-flows* das empresas. Estudos de Guay & Kothari (2003) e Singh & Upneja (2008), mostram que a diversificação está negativamente relacionada com a adoção da contabilidade de cobertura, uma vez que atua como uma alternativa ao *hedge*, funcionando como uma estratégia de redução do risco incorrido. Desta forma, presume-se que a escolha pela IFRS 9 também possa estar negativamente associada ao grau de diversificação das operações das empresas. A *proxy* utilizada para este indicador foi o logaritmo natural do número de filiais de cada empresa da amostra.

A *LIQ* pretende demonstrar o impacto da liquidez financeira na escolha da IFRS 9. A literatura sugere que este impacto não é consensual, conforme evidenciado no estudo de Geyer-Klingeberg et al. (2018). Por um lado, uma empresa mais líquida dispõe de maior conforto financeiro para atender aos requisitos exigidos pela contabilidade de cobertura, indicando uma relação positiva entre a liquidez e a realização do *hedge*. Por outro lado, a liquidez pode funcionar como um substituto à contabilidade de cobertura, conforme defendido por Singh & Upneja (2008), uma vez que empresas mais líquidas têm menor necessidade em recorrer a instrumentos derivados para cobrir o risco, pois conseguem lidar com esses riscos através dos seus próprios recursos financeiros. Assim, a literatura sugere que possa existir uma correlação entre a escolha da IFRS 9 e a liquidez das empresas. Para tal, foi utilizada como *proxy* da variável o peso do ativo corrente no ativo total.

Por fim, foi considerada a variável *DLOSS*, baseada no estudo de Geyer-Klingeberg et al. (2018), que explorou a relação entre os impostos corporativos e a adoção de contabilidade de cobertura nas organizações. Dado que a IFRS 9 oferece mais vantagens para os utilizadores de contabilidade de cobertura, e atendendo à relação observada no estudo anterior, foi criada a variável *dummy DLOSS* que assume o valor 1 se a empresa apresentar um resultado líquido do período negativo e 0 caso contrário.

4.2. Amostra

Para investigar as hipóteses, foi selecionada uma amostra das empresas cotadas nos índices FTSE 100 e EURO STOXX 50, com dados referentes ao ano de 2022.

Os dados obtidos relativos à escolha pela IFRS 9 e incentivos do CEO de cada empresa da amostra foram recolhidos de forma manual através dos seus Relatórios Anuais das empresas. Os restantes dados foram obtidos das bases de dados *Eikon*, *Datastream* e *ORBIS All Companies*. Estes dados foram retirados à data de fecho de contas e a moeda considerada foi o euro.

Embora a amostra inicial diga respeito a 150 empresas, foram eliminadas nove entidades que se dedicam maioritariamente a atividades seguradoras³, além de outras duas empresas que se encontravam cotadas em ambos os índices. Além disso, foram excluídas da amostra 45 empresas por falta de dados disponíveis, conforme discriminado no *Anexo II*, perfazendo um total de 94 observações.

³ De acordo com a IFRS 4 - *Insurance Contracts*, §20A, entretanto substituída pela IFRS 17 – *Insurance Contracts*, foi permitido o diferimento da aplicação da IFRS 9 para 1 de janeiro de 2023 para as empresas seguradoras. Deste modo, as entidades que se dedicam maioritariamente a atividades seguradoras foram excluídas da amostra com vista a evitar enviesar os resultados do estudo, uma vez que se considera que estas não exercem a opção de escolha entre normativos (IFRS 9 vs. IAS 39) caso estas empresas realizem o referido diferimento da aplicação da IFRS 9.

5. ANÁLISE DOS RESULTADOS

5.1. Estatística descritiva

A Tabela I apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas na construção do modelo que permite aferir os determinantes associados à escolha da adoção da IFRS 9 em contabilidade de cobertura, em detrimento da IAS 39, pelas empresas da amostra.

Tabela I – Estatística descritiva

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
IFRS9	0.776	1	0.4186	0	1
LEV	0.2735	0.2844	0.1529	0	0.8369
CEOCOMP	0.6096	0.6700	0.2257	0	0.9800
FINANS	0.1079	0	0.3114	0	1
DIVYIELD	0.0380	0.0344	0.0295	0	0.2365
ROA	0.0762	0.0639	0.0980	-0.1414	0.8423
OWNCONC	0.0341	0.0182		0	0.9644
SIZE (M euros)	28 655	26 418		161	2 488 497
CAPEXS	0.0336	0.0228	0.0336	0	0.1620
DIVERS (nº filiais)	8.5849	6.9999	5.2994	1	2677.93
LIQ	0.3427	0.3233	0.2177	0.0108	0.9834
DLOSS	0.0438	0	0.2054	0	1

IFRS 9: *Dummy* que assume o valor 1 se a entidade adotou as políticas de contabilidade de cobertura da IFRS 9 e 0 se a entidade adotou as políticas de contabilidade de cobertura da IAS 39; LEV: Rácio do total da dívida sobre o total de ativos; CEOCOMP: Rácio da compensação variável do CEO em relação à compensação total; FINANS: *Dummy* que assume o valor 1 se a entidade é uma instituição financeira e 0 caso contrário; DIVYIELD: Rendibilidade dos Dividendos (*dividend yield*); ROA: EBIT sobre o total de ativos; OWNCONC: $\text{Log}(S/(100-S))$ onde S é a proporção de ações detidas pelas entidades estratégicas (Demsetz e Villalonga, 2001; SIZE: Logaritmo natural do total de ativos de uma empresa; CAPEXS: Logaritmo natural do total de ativos de uma empresa; DIVERS: Logaritmo natural do número de filiais de uma empresa; LIQ: Ativo Corrente Total sobre o Total de Ativos; DLOSS: *Dummy* que assume o valor 1 se a entidade apresentou resultado líquido do período negativo e 0 caso contrário.

Desta tabela, destaca-se o facto de que, em média, 77.6% das empresas optaram pela IFRS 9 em contabilidade de cobertura, em vez de continuarem a aplicar a norma antecessora, a IAS 39. Este valor é bastante elevado e expectável, dado que a reforma do normativo trouxe várias vantagens neste tipo de prática contabilística.

Relativamente ao endividamento, as empresas da amostra apresentaram, em média (mediana), 27.35% (28.44%) dos ativos totais são financiados por dívida, o que indica um endividamento moderado, de uma forma geral. No que toca aos incentivos aos CEOs, em média (mediana), a remuneração variável representa, aproximadamente 61% (67%)

do total da remuneração. Além disso, 10.79% das empresas da amostra pertencem ao setor financeiro. A rentabilidade dos dividendos é moderada, com os investidores a obterem um retorno médio de 3.8% em relação ao preço investido em ações.

Quanto às variáveis de controlo, a rentabilidade do ativo sugere que as empresas conseguem transformar o investimento em ativos em resultado de forma razoável, dado que o ROA médio é de 7.62%. Relativamente à proporção de ações detidas pelas entidades estratégicas, representada por *S*, o seu valor médio é de aproximadamente 3.41%, o que indica que as empresas analisadas têm uma participação baixa de acionistas institucionais. É importante destacar, contudo, que o desvio-padrão é elevado, o que sugere que, embora muitas empresas apresentem baixos níveis de participação por entidades estratégicas, algumas apresentam valores significativamente mais elevados. O ativo das empresas, associado à variável da dimensão, é de, em média, 28 655 milhões de euros, o que é elevado e expectável, dado que a amostra se trata de empresas cotadas. O peso do CapEx no total do ativo da empresa é, em média, de 3.36%. Em relação à diversificação, o valor médio da variável é de 2.15, o que significa que as empresas da amostra possuem, em média, cerca de 8.58 filiais ($e^{2.15} \approx 8.58$). A liquidez média na amostra é moderada, dado que cerca de 34.27% do ativo total tem carácter de curto-prazo. Por fim, a variável *DLOSS* mostra que 4,38% das empresas apresentaram resultado líquido do período negativo no período analisado.

5.2. Matriz de correlação de Pearson

O Anexo III apresenta a matriz de correlação de *Pearson* das variáveis do modelo elaborado e permite avaliar a força e direção da relação linear entre pares de variáveis. A escolha pela IFRS 9 em contabilidade de cobertura e o endividamento estão positivamente correlacionados, a um nível de significância de 5% ($\rho = 0.206$), algo que já tinha sido previsto na literatura. Além disso, tanto o setor financeiro como a rentabilidade dos dividendos têm uma correlação negativa forte e moderada, respetivamente, com a escolha pela IFRS 9 em contabilidade de cobertura ($\rho = -0.4785$ e $\rho = -0.3074$, respetivamente), a um nível de significância de 1%. O sinal da correlação relativa à variável *dummy* do setor era esperado, contudo, o sinal negativo em relação à *dividend yield* não era. Observa-se ainda que a rentabilidade do ativo está negativamente correlacionada, embora de forma

fraca, com a rendibilidade dos dividendos ($\rho = -0.1736$), a um nível de significância 10%. Esta correlação faz sentido, dado que as empresas que preferem reter (ou não reter) os resultados para realizar (ou não realizar) investimentos, acabam por não distribuir (ou distribuir) dividendos aos acionistas, justificando a relação inversa. Por fim, observa-se uma correlação positiva e significativa ao nível de 1% entre a variável *SIZE* e o *CAPEXS* ($\rho = 0.2833$), o que é esperado, pois empresas de maior (ou menor) dimensão tendem a realizar maiores (ou menores) investimentos de capital.

De um modo geral, os coeficientes de correlação apresentados não são suficientemente elevados para enviesar os resultados, sendo o maior coeficiente de correlação de -0.4785 relativo à variável dependente e à variável *dummy* referente ao setor financeiro. Assim, como não se observam correlações elevadas, é possível concluir que não existe indicação de multicolinearidade.

Adicionalmente, com a análise dos *Variance Inflation Factors* (VIF) do modelo no Anexo IV, todos os fatores são inferiores a 10, que corresponde ao limite aceitável.

5.3. Resultados

Com o objetivo de analisar os determinantes que influenciam a escolha pela IFRS 9, em detrimento das IAS 39, em contabilidade de cobertura, foi estimado o modelo da equação (1). Os resultados são apresentados na Tabela II.

Tabela II – Estimação do modelo

Determinantes da escolha contabilística de cobertura					
Variável dependente: IFRS9					
Variáveis	Sinal esperado	Coefficiente	p-value modelo	Efeitos marginais médios (dy/dx)	p-value efeitos marginais
<i>LEV</i>	+	2.4887	0.081*	0.4875	0.082*
<i>CEOCOMP</i>	+	-0.2104	0.861	-0.0412	0.861
<i>FINANS</i>	-	-1.5906	0.02**	-0.3116	0.013**
<i>DIVYIELD</i>	?	-16.9835	0.001***	-3.3266	0.001***
<i>ROA</i>	+	0.2758	0.939	0.0540	0.939
<i>OWNCONC</i>	+	0.1381	0.053*	0.0271	0.063*
<i>SIZE</i>	+	0.1185	0.213	0.0232	0.226
<i>CAPEXS</i>	+	12.8240	0.071*	2.5119	0.066*
<i>DIVERS</i>	-	-0.1540	0.175	-0.0302	0.181

<i>LIQ</i>	+/-	-1.5839	0.105	-0.3102	0.101
<i>DLOSS</i>	+	-1.3475	0.055*	-0.2639	0.044**
<i>_CONS</i>		-0.7622	0.748		
Observações		94			
Wald χ^2		50.32			
Pseudo R ²		0.3799			
<i>p-value</i>		0.0000***			
Percentagem de previsões corretas		85.11%			
LEV: Rácio do total da dívida sobre o total de ativos; CEOCOMP: Rácio da compensação variável do CEO em relação à compensação total; FINANS: <i>Dummy</i> que assume o valor 1 se a entidade é uma instituição financeira e 0 caso contrário; DIVYIELD: Rendibilidade dos Dividendos (<i>dividend yield</i>); ROA: EBIT sobre o total de ativos; OWNCONC: Log (S/(100-S)) onde S é a proporção de ações detidas pelas entidades estratégicas (Demsetz e Villalonga, 2001; SIZE: Logaritmo natural do total de ativos de uma empresa; CAPEXS: Logaritmo natural do total de ativos de uma empresa; DIVERS: Logaritmo natural do número de filiais de uma empresa; LIQ: Ativo Corrente Total sobre o Total de Ativos; DLOSS: <i>Dummy</i> que assume o valor 1 se a entidade apresentou resultado líquido do período negativo e 0 caso contrário.					
***Nível de significância 1%; **Nível de significância 5%; *Nível de significância 10%					

Ao analisar os resultados, verifica-se, em primeiro lugar, que, para um nível de significância de 1%, o modelo é conjuntamente significativo na explicação da variável dependente, dado que o *p-value* é de 0.0000. Adicionalmente, observa-se que aproximadamente 38% da variabilidade na variável dependente é explicada pelo modelo, o que revela um poder explicativo razoável. A percentagem de previsões corretas indica que 85.11% dos casos da amostra foram corretamente classificados pelo modelo, sugerindo uma forte capacidade preditiva.

Relativamente às variáveis de interesse, a variável *LEV*, utilizada como *proxy* para analisar o risco associado ao grau de endividamento das entidades, apresenta um coeficiente positivo e estatisticamente significativo, com um nível de significância de 10%. Assim, de acordo com a H1, as empresas com maior endividamento têm maior probabilidade de escolher a IFRS 9 para a contabilidade de cobertura, confirmando que as empresas mais endividadas preferem adotar normas que permitam uma redução da volatilidade. A análise dos efeitos marginal sugere que um aumento de 1 unidade no rácio de endividamento está associado a um aumento de 48,75% na probabilidade de escolha da IFRS 9 para a contabilidade de cobertura, *ceteris paribus*. o que corresponde a um efeito consideravelmente significativo.

A variável *FINANS* é estatisticamente significativa com um nível de significância de 5%, e o sinal do seu coeficiente corresponde ao esperado. Portanto, não se rejeita H3,

sugerindo que empresas do setor financeiro têm menor probabilidade de escolher a IFRS 9 para a contabilidade de cobertura, uma vez que vão esperar pelo fim do macroprojecto de cobertura. Conforme a análise dos efeitos marginais, se uma empresa for instituição financeira ($FINANS = 1$), a probabilidade de adoção da IFRS 9 para a contabilidade de cobertura é 31,16% menor do que em empresas não financeiras, *ceteris paribus*.

Em relação à variável de interesse *DIVYIELD*, embora a literatura não fosse unânime quanto ao sinal da associação entre a rendibilidade dos dividendos e a variável dependente, os resultados da regressão mostram uma associação negativa. Deste modo, não se rejeita H_4 , indicando que as empresas com uma maior rendibilidade dos dividendos têm menor probabilidade de escolher a IFRS 9 para a contabilidade de cobertura, com um nível de significância de 1%, o que sugere que pode não existir, de facto, risco de o novo normativo incentivar a adoção de estratégias de cobertura incorretas, relacionadas com os conflitos de interesses entre a gestão, acionistas e credores. No que concerne ao efeito marginal, um aumento de 1 unidade na rendibilidade de dividendos está associado a uma redução de 332,66% na probabilidade de adoção da IFRS 9, *ceteris paribus*, o que é um valor bastante elevado.

Porém, não foi possível verificar que a variável *CEOCOMP* seja determinante da escolha de cobertura, pois apresenta um *p-value* superior a 10%, o que leva à rejeição de H_2 . Assim, o impacto da compensação variável dos CEOs na variável dependente não é estatisticamente significativo.

Quanto às variáveis de controlo, a concentração de propriedade de acionistas (*OWNCONC*), as despesas do capital/ativo total (*CAPEXS*) e a *Dummy* do prejuízo incorrido (*DLOSS*) apresentaram significância estatística de 10%, com os sinais a corresponder ao esperado, exceto no caso da última variável mencionada.

5.4. Testes adicionais

Para complementar o estudo realizado e testar a robustez do modelo construído, foram efetuados dois testes adicionais com o objetivo de verificar se os resultados diferem ou não dos obtidos anteriormente.

Assim, foi criada a variável *ICR* como *proxy* para o risco de crédito, determinante da escolha da variável dependente, que corresponde ao rácio de cobertura dos juros (*interest coverage ratio*), substituindo a variável *LEV*. Esta *proxy* foi adotada em conformidade com o estudo de Singh & Upneja (2008), como já havia sido abordada na revisão de literatura.

Adicionalmente, foi criada a variável *MTB* como variável de controlo adicional da regressão do estudo, correspondendo ao rácio do valor de mercado do capital próprio sobre o valor contabilístico do capital próprio (*market-to-book value*). Em Singh & Upneja (2008), esta variável também foi utilizada para explicar como empresas com maiores oportunidades de crescimento têm mais incentivos para utilizar derivados em contabilidade de cobertura. De forma semelhante, pode presumir-se que empresas com maior *MTB* têm maior propensão para escolher a IFRS 9 em contabilidade de cobertura, dado que estas empresas têm mais interesse em realizar operações de *hedge*, e a aplicação deste normativo permite abranger mais instrumentos de cobertura, mais elementos cobertos, com maior flexibilidade na determinação da eficácia e por um período de tempo mais prolongado.

A *Tabela III* apresenta os resultados da primeira análise de robustez da regressão, com a substituição da variável *LEV* pela variável *ICR*.

Tabela III – Análise de robustez da regressão (variável ICR)

Determinantes da escolha contabilística de cobertura (Teste de Robustez 1)				
Variável dependente: IFRS9				
Variáveis	Modelo Teste de Robustez 1		Modelo inicial	
	Coefficiente	p-value	Coefficiente	p-value
ICR	0.0064	0.641		
LEV			2.4887	0.081*
CEOCOMP	0.2384	0.814	-0.2104	0.861
FINANS	-1.7654	0.007***	-1.5906	0.02**
DIVYIELD	-17.9507	0.001***	-16.9835	0.001***
ROA	-0.2178	0.952	0.2758	0.939
OWNCONC	0.0963	0.193	0.1381	0.053*
SIZE	0.0739	0.404	0.1185	0.213
CAPEXS	14.9948	0.051*	12.8240	0.071*
DIVERS	-0.1103	0.31	-0.1540	0.175
LIQ	-2.1148	0.032**	-1.5839	0.105
DLOSS	-1.1783	0.129	-1.3475	0.055*

_CONS	0.6471	0.771	-0.7622	0.748
Observações	94		94	
Wald chi2	50.17		50.32	
Pseudo R2	0.3799		0.3799	
<i>p-value</i>	0.0000		0.0000	
Percentagem de previsões corretas	84.04%		85.11%	

ICR: Rácio de cobertura dos juros (*interest coverage ratio*); LEV: Rácio do total da dívida sobre o total de ativos ; CEOCOMP: Rácio da compensação variável do CEO em relação à compensação total; FINANS: *Dummy* que assume o valor 1 se a entidade é uma instituição financeira e 0 caso contrário; DIVYIELD: Rendibilidade dos Dividendos (*dividend yield*); ROA: EBIT sobre o total de ativos; OWNCONC: Log (S/(100-S)) onde S é a proporção de ações detidas pelas entidades estratégicas (Demsetz e Villalonga, 2001; SIZE: Logaritmo natural do total de ativos de uma empresa; CAPEXS: Logaritmo natural do total de ativos de uma empresa; DIVERS: Logaritmo natural do número de filiais de uma empresa; LIQ: Ativo Corrente Total sobre o Total de Ativos; DLOSS: *Dummy* que assume o valor 1 se a entidade apresentou resultado líquido do período negativo e 0 caso contrário.

***Nível de significância 1%; **Nível de significância 5%; *Nível de significância 10%

Através da análise dos resultados apresentados na tabela anterior, verifica-se que os estes não alteraram significativamente. As alterações mais relevantes foram o facto de a variável explicativa *ICR* não se ter mostrado significativa, ao contrário do observado para a variável *LEV*, e a variável *OWNCONC* ter deixado de ser significativa nesta regressão. No que diz respeito às variáveis *FINANS* e *DIVYIELD*, os resultados mantiveram-se consistentes com os obtidos anteriormente, com um nível de significância de 1%, o que reforça as conclusões prévias no que se refere ao setor financeiro e à distribuição de dividendos como determinantes da escolha da IFRS 9 em contabilidade de cobertura.

Relativamente ao segundo teste de robustez, utilizando a variável adicional *MTB*, os seus resultados encontram-se expostos na *Tabela IV*.

Tabela IV - Análise de robustez da regressão (variável MTB)

Determinantes da escolha contabilística de cobertura (Teste de Robustez 2)				
Variável dependente: IFRS9				
	Modelo Teste de Robustez 2		Modelo inicial	
Variáveis	Coefficiente	<i>p-value</i>	Coefficiente	<i>p-value</i>
LEV	2.3664	0.095*	2.4887	0.081*
CEOCOMP	-0.1811	0.881	-0.2104	0.861
FINANS	-1.5871	0.02**	-1.5906	0.02**
DIVYIELD	-15.9513	0.001***	-16.9835	0.001***
ROA	-0.8624	0.833	0.2758	0.939

OWNCONC	0.1318	0.065*	0.1381	0.053*
SIZE	0.1189	0.212	0.1185	0.213
CAPEXS	13.2259	0.06*	12.8240	0.071*
DIVERS	-0.1506	0.18	-0.1540	0.175
LIQ	-1.6768	0.094*	-1.5839	0.105
DLOSS	-1.3306	0.057*	-1.3475	0.055*
MTB	0.0333	0.542		
_CONS	-0.7622	0.748	-0.7622	0.748
Observações	94		94	
Wald chi2	51.66		50.32	
Pseudo R2	0.3813		0.3799	
<i>p-value</i>	0.0000		0.0000***	
Percentagem de previsões corretas	85.11%		85.11%	

LEV: Rácio do total da dívida sobre o total de ativos; CEOCOMP: Rácio da compensação variável do CEO em relação à compensação total; FINANS: *Dummy* que assume o valor 1 se a entidade é uma instituição financeira e 0 caso contrário; DIVYIELD: Rendibilidade dos Dividendos (*dividend yield*); ROA: EBIT sobre o total de ativos; OWNCONC: $\text{Log}(S/(100-S))$ onde S é a proporção de ações detidas pelas entidades estratégicas (Demsetz e Villalonga, 2001); SIZE: Logaritmo natural do total de ativos de uma empresa; CAPEXS: Logaritmo natural do total de ativos de uma empresa; DIVERS: Logaritmo natural do número de filiais de uma empresa; LIQ: Ativo Corrente Total sobre o Total de Ativos; DLOSS: *Dummy* que assume o valor 1 se a entidade apresentou resultado líquido do período negativo e 0 caso contrário; MTB: Rácio do valor de mercado do capital próprio sobre o valor contabilístico do capital próprio.

***Nível de significância 1%; **Nível de significância 5%; *Nível de significância 10%

O teste de robustez com a nova variável de controlo MTB confirma que o modelo criado neste estudo é robusto, uma vez que os resultados não apresentaram praticamente nenhuma variação. As variáveis explicativas que eram significativas no modelo inicial mantêm-se como tais nesta nova regressão. Além disso, os coeficientes não apresentam grandes oscilações e os respetivos sinais permanecem consistentes.

Assim, é possível concluir que o modelo econométrico desenvolvido neste estudo é consideravelmente robusto, com a ressalva de que variável explicativa relacionada com o risco de crédito não corroborou com os resultados do modelo inicial no primeiro teste de robustez realizado.

6. CONCLUSÃO

A IFRS 9 trouxe um novo paradigma à contabilidade de cobertura. A sua norma antecessora, a IAS 39, era alvo de diversas críticas devido aos seus critérios excessivamente exigentes e de difícil aplicação. Neste contexto, os órgãos de gestão frequentemente optavam por não utilizar contabilidade de cobertura, quer por não conseguirem cumprir os requisitos impostos pela norma, quer por não estarem dispostos a incorrer em elevados custos para os satisfazer, apesar de a real motivação para a contratação desses produtos derivados, e não derivados, ser, de facto, a proteção contra o risco.

Para colmatar este problema, a IFRS 9 introduziu o alargamento dos instrumentos elegíveis para a cobertura de risco, bem como dos itens que podem ser cobertos; requisitos qualitativos e quantitativos mais flexíveis, nomeadamente no que respeita ao grau de eficácia da cobertura; e uma maior extensão do horizonte temporal da aplicação da cobertura de risco. Além destas alterações, a nova norma prevê uma opção de escolha entre a adoção das políticas contabilísticas previstas na IFRS 9 ou na IAS 39, no que diz respeito à contabilidade de cobertura para todos os seus relacionamentos de cobertura. Esta opção de escolha estará, no entanto, disponível apenas temporariamente, não existindo, até à data, uma previsão concreta para o seu término.

A aplicação da IFRS 9 em contabilidade de cobertura apresenta inúmeras vantagens, na medida em que permite contabilizar um maior número de operações de cobertura, o que reduz a volatilidade dos resultados, dado que o impacto líquido das alterações do justo valor do instrumento de cobertura e do elemento coberto é tendencialmente neutro. Embora a aplicação do novo normativo pareça ser o procedimento mais vantajoso, ainda existem empresas que optam por não o adotar. Deste modo, o objetivo deste trabalho foi identificar os fatores determinantes da escolha contabilística de cobertura entre as duas normas.

Os possíveis determinantes identificados para a escolha de política contabilística foram o risco de crédito, os incentivos dos CEOs, o setor financeiro (ou não financeiro) e a rendibilidade dos dividendos.

Através de um modelo *probit* foi construída uma regressão que contempla tanto as variáveis determinantes enunciadas, como várias variáveis de controlo que se presumiram

estar associadas com a escolha da política contabilística. Estas variáveis de controlo são a rendibilidade do ativo, a concentração de propriedade, a dimensão, o investimento em capital, a liquidez e os prejuízos incorridos. Os resultados mostraram que empresas com maior risco de crédito e empresas do setor não-financeiro têm maior probabilidade de adotar a IFRS 9 em contabilidade de cobertura, em detrimento da IAS 39, tal como havia sido previsto na literatura. Além disso, as empresas que efetuam uma distribuição de dividendos elevada apresentam uma menor probabilidade da escolha da IFRS 9. Não obstante, contrariamente ao esperado, os incentivos aos CEOs não se mostraram um fator significativo na escolha do normativo. Quanto às variáveis de controlo, apenas as variáveis de concentração de propriedade, o investimento de capital e a *dummy* relativa ao resultado líquido do período negativo se observaram significativas na escolha da variável dependente.

A mudança de paradigma em contabilidade de cobertura trouxe vantagens significativas ao mitigar os problemas identificados com a aplicação da IAS 39, como já discutido, nomeadamente quanto à dificuldade em satisfazer os critérios exigidos para a relação de cobertura, sobretudo no cálculo da eficácia, o que acabava por trazer entraves à contabilização dos instrumentos de cobertura e, conseqüentemente, a contabilidade das empresas não refletia a realidade financeira. Porém, existem evidências em como as empresas adotam atitudes oportunistas quando aplicam os normativos (Holthausen, 1990; Zimmerman & Christie, 1994). Assim, através deste estudo foi possível compreender que as empresas que incorrem em maior risco de crédito tendem a preferir adotar a IFRS 9, o que pode estar relacionado com o facto de este normativo permitir reduzir a volatilidade dos resultados e, deste modo, ser possível reduzir a perceção global de risco perante os seus *stakeholders*. Por outro lado, observou-se que empresas que apresentam maior rendibilidade de dividendos, tendem a não preferir adotar a IFRS 9, o que sugere que poderá não haver na realidade uma tendência da gestão em adotar estratégias de cobertura oportunistas devido aos problemas de agência que enfrentam.

Deste modo, e de forma a dar resposta à necessidade de pesquisa académica que apoie a *Post Implementation Review* da IFRS 9 levantada pelo IASB, este trabalho vem trazer alguma reflexão relativamente a se este novo normativo está a funcionar como o IASB pretendia ou não, visto que, embora facilite a aplicação da contabilidade de cobertura e

mitigue os problemas verificados na norma antecessora, também pode abrir margem para a adoção de práticas inapropriadas.

As principais limitações deste estudo estão relacionadas com o tamanho reduzido da amostra. Determinadas informações precisaram de ser retiradas manualmente dos relatórios anuais das empresas e, além disto, várias observações não tinham informação disponível nas bases de dados utilizadas, nem havia discriminação de certos detalhes importantes nos relatórios anuais, pelo que várias empresas acabaram por ter sido excluídas da amostra. Além disto, o período temporal do estudo também é reduzido, pois, embora se tenha ponderado efetuar uma média de, no mínimo, três anos dos dados fornecidos pelas empresas de modo a colmatar o possível enviesamento de resultados devido a eventos pontuais que possam ter surgido em determinado(s) ano(s), acabaram por terem sido usados os dados de apenas um ano. Esta decisão pareceu ser a mais adequada, dado que a norma é relativamente recente e, pouco tempo após a sua entrada em vigor, em 2018, surgiu a pandemia associada à Covid-19, em 2020, que por si só já é considerada um evento excecional. Outra limitação está associada ao facto de em certas empresas ter havido mudanças de CEO durante o ano em análise, o que pode ter afetado a variável explicativa dos incentivos aos CEOs. Outra limitação identificada foi o facto de haver pouca transparência por parte das empresas na divulgação nas Notas dos seus Relatórios Anuais relativamente à escolha de política contabilística entre os dois normativos em contabilidade de cobertura. Seria pertinente que fosse exigido às entidades uma divulgação consistente e de qualidade nesta matéria. A última limitação identificada está relacionada com o possível adiamento de distribuição de dividendos recomendado pelo Banco Central Europeu durante a pandemia que decorreu entre 2019 e 2021 (Banco Central Europeu, 2020), o que poderá ter afetado a variável DIVYIELD do modelo, dado que os dividendos distribuídos em 2022 poderão consistir em valores acumulados dos anos em que estiveram retidos.

Para futuras investigações, seria interessante que este estudo fosse repetido para uma amostra consideravelmente maior, através do uso de outros índices bolsistas, e que se utilizassem valores médios de, no mínimo, três anos a partir de 2022, dado que o impacto da pandemia da Covid-19 nos resultados das empresas já não é tão acentuado. Além disto, poderia também ser relevante analisar os determinantes desta escolha contabilística por setor, além do financeiro, para perceber se os mesmos variam em conformidade com o

setor. Adicionalmente, dado que se verificou que o setor financeiro exibiu de forma significativa uma tendência pela escolha da IAS 39, considero pertinente realizar questionários aos CEOs deste setor para perceber quais os fatores que influenciam, ao certo, a sua preferência pela norma antecessora. Por fim, poderia ser interessante adicionar ao modelo uma variável que estude a materialidade da cobertura de risco relacionada com o peso da cobertura de fluxos de caixa, uma vez que as empresas que utilizam este tipo de cobertura de risco conseguem tirar um maior proveito desta opção de escolha de política contabilística em contabilidade de cobertura.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Central Europeu. (2020). Recomendações Banco Central Europeu. *Jornal Oficial Da União Europeia*, C(437/1).
- Bartram, S. M., Brown, G. W., & Conrad, J. (2011). The effects of derivatives on firm risk and value. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(4), 967–999. <https://doi.org/10.1017/S0022109011000275>
- Black, F. (1976). The Dividend Puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, 2(2), 5–8. <https://doi.org/10.3905/jpm.1976.408558>
- Brockman, P., & Unlu, E. (2009). Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt☆. *Journal of Financial Economics*, 92(2), 276–299. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.03.007>
- Chang, C.-C., Ho, K.-Y., & Hsiao, Y.-J. (n.d.). *The Effect of Financial Derivatives Usages on Commercial Banks Risk and Value: Evidence from European Markets*.
- Chernenko, S., & Faulkender, M. (2011). The two sides of derivatives usage: *Hedging* and speculating with interest rate swaps. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(6), 1727–1754. <https://doi.org/10.1017/S0022109011000391>
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209–233. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00020-7](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00020-7)
- Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650–659.
- Fields, T., Lys, T., & Vincent, L. (2001). *Empirical Research on Accounting Choice a*.
- Geyer-Klingenberg, J., Hang, M., Rathgeber, A. W., Stöckl, S., & Walter, M. (2018). What do we really know about corporate *hedging*? A meta-analytical study. In *Business Research* (Vol. 11, Issue 1). Springer. <https://doi.org/10.1007/s40685-017-0052-0>
- Giraldo-Prieto, C. A., De Fuentes, C., & Sogorb-Mira, F. (2019). Determinants of foreign exchange risk management in Latin American firms. *Academia Revista Latinoamericana de Administracion*, 32(4), 502–524. <https://doi.org/10.1108/ARLA-03-2019-0072>

- Guay, W., & Kothari, S. P. (2003). How much do firms *hedge* with derivatives? *Journal of Financial Economics*, 70(3), 423–461. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00179-X](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00179-X)
- Holthausen, R. W. (1990). Accounting method choice. *Journal of Accounting and Economics*, 12(1–3), 207–218. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(90\)90047-8](https://doi.org/10.1016/0165-4101(90)90047-8)
- Judge, A. (2006). Why and how UK firms *hedge*. *European Financial Management*, 12(3), 407–441. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2006.00326.x>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*, 55(1), 1–33. <https://doi.org/10.2139/ssrn.52871>
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411. <https://doi.org/10.1086/294442>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48, 261–297.
- Pierce, S. (2020). *Determinants and Consequences of Firms' Derivative Accounting Decisions*. <https://ssrn.com/abstract=2685896>
- PwC. (2017). *Achieving hedge accounting in practice under IFRS 9*. www.pwc.com/ifrs
- Singh, A., & Upneja, A. (2008). The Determinants of the Decision To Use Financial Derivatives in the Lodging Industry. *Journal of Hospitality and Tourism Research*, 32(4), 423–447. <https://doi.org/10.1177/1096348008321364>
- Singh, J. P. (2019). *Hedge Accounting: An Auditor's Perspective*. *Audit Financiar*, XVII(1), 106–113. <https://doi.org/10.20869/AUDITF/2019/153/003>
- Smith, C. W., & Stulz, R. M. (1985). The Determinants of Firms' *Hedging* Policies. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(4), 391. <https://doi.org/10.2307/2330757>
- Stulz, R. M. (1984). Optimal *Hedging* Policies. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19(2), 127–140.

Stulz, R. M. (1996). RETHINKING RISK MANAGEMENT. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(3), 8–25. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1996.tb00295.x>

Zimmerman, J. L., & Christie, A. A. (1994). Efficient vs. Opportunistic Choice of Accounting Procedures: Corporate Control Contests. *The Accounting Review*. <https://www.researchgate.net/publication/248866097>

ANEXOS

Anexo I: Descrição das variáveis

Variável	Descrição da variável	Sinal esperado
IFRS9	<i>Dummy</i> que assume o valor 1 se a entidade adotou as políticas de contabilidade de cobertura da IFRS 9 e 0 se a entidade adotou as políticas de contabilidade de cobertura da IAS 39.	
LEV	Endividamento (<i>Leverage</i>) Rácio do total da dívida sobre o total de ativos.	+
CEOCOMP	Compensação do CEO Rácio da compensação variável do CEO em relação à compensação total.	+
FINANS	Setor Financeiro <i>Dummy</i> que assume o valor 1 se a entidade é uma instituição financeira e 0 caso contrário.	-
DIVYIELD	Rendibilidade dos Dividendos (<i>dividend yield</i>) Rendibilidade dos Dividendos (<i>dividend yield</i>).	?
ROA	Rendibilidade do ativo (<i>return on assets</i>) EBIT sobre o total de ativos.	+
OWNCONC	Concentração de propriedade (<i>concentration ownership</i>) Log (S/(100-S)) onde S é a proporção de ações detidas pelas entidades estratégicas (Demsetz e Villalonga, 2001).	+
SIZE	Dimensão Logaritmo natural do total de ativos de uma empresa.	+
CAPEXS	Investimento de Capital Investimento de Capital (CapEx) sobre o total de ativos.	+
DIVERS	Diversificação Logaritmo natural do número de filiais de uma empresa.	-
LIQ	Liquidez Ativo Corrente Total sobre o total de ativos.	+/-
DLOSS	Prejuízo (<i>Loss</i>) <i>Dummy</i> que assume o valor 1 se a entidade apresentou resultado líquido do período negativo e 0 caso contrário.	+

Anexo II: Ajuste no número de observações da amostra em estudo

Amostra inicial	150 observações
Empresas que se dedicam a atividades seguradoras	-9
Empresas cotadas em ambos os índices FTSE100 e EURO STOXX50	-2
Empresas que não usam Contabilidade de Cobertura	-14
Falta de dados na <i>Orbis</i> quanto ao número de filiais	-21
Empresas sem informação discriminada no Relatório Anual quanto ao seu ativo corrente	-5
Falta de dados na <i>Eikon</i> sobre o <i>CapEx</i>	-1
Falta de dados simultaneamente quanto o número de filiais e <i>CapEx</i> , na mesma observação	-2
Falta de dados na <i>Eikon</i> relativamente ao Resultado Líquido do Período	-2
	94

Anexo III: Matriz de correlação de Pearson

	IFRS9	LEV	CEOCOMP	FINANS	DIVYIELD	ROA	OWNCON C	SIZE	CAPEXS	DIVERS	LIQ	DLOSS
IFRS9	1											
LEV	0.206**	1										
CEOCOMP	0.1390	0.2666***	1									
FINANS	-0.4785***	-0.1897**	-0.2447***	1								
DIVYIELD	-0.3074***	-0.0335	0.173**	0.1913**	1							
ROA	0.1673*	-0.1598*	-0.0267	-0.2091**	-0.1736**	1						
OWNCON C	0.2052**	-0.0436	-0.0684	-0.2152**	0.0283	0.0223	1					
SIZE	-0.0967	0.0242	0.0413	0.1871**	0.1894**	-0.0853	-0.0331	1				
CAPEXS	0.3225***	0.3446***	0.0485	-0.3116***	-0.0841	-0.0304	0.2833***	-0.0214	1			
DIVERS	-0.1735*	-0.0019	-0.0123	0.1608*	0.0874	-0.0849	0.0458	0.1505	0.0317	1		
LIQ	0.1617*	-0.0306	0.1315	-0.3784***	-0.1149	0.0829	0.1578*	-0.0880	0.1471*	-0.0357	1	
DLOSS	0.0136	-0.0579	-0.079	-0.0750	0.0911	-0.0158	0.0086	0.1212	0.1239	-0.1068	-0.1748**	1

LEV: Rácio do total da dívida sobre o total de ativos; CEOCOMP: Rácio da compensação variável do CEO em relação à compensação total; FINANS: *Dummy* que assume o valor 1 se a entidade é uma instituição financeira e 0 caso contrário; DIVYIELD: Rendibilidade dos Dividendos (*dividend yield*); ROA: EBIT sobre o total de ativos; OWNCONC: $\log(S/(100-S))$ onde S é a proporção de ações detidas pelas entidades estratégicas (Demsetz e Villalonga, 2001); SIZE: Logaritmo natural do total de ativos de uma empresa; CAPEXS: Logaritmo natural do total de ativos de uma empresa; DIVERS: Logaritmo natural do número de filiais de uma empresa; LIQ: Ativo Corrente Total sobre o Total de Ativos; DLOSS: *Dummy* que assume o valor 1 se a entidade apresentou resultado líquido do período negativo e 0 caso contrário.

***Nível de significância 1%; **Nível de significância 5%; *Nível de significância 10%

Anexo IV - Variance Inflation Factors do modelo

Variável	VIF	1/VIF
FINANS	2.31	0.43239
LIQ	1.51	0.66153
LEV	1.4	0.71506
CEOCOMP	1.37	0.72811
CAPEXS	1.37	0.73035
ROA	1.25	0.80171
OWNCONC	1.2	0.83601
DIVERS	1.18	0.85066
DIVYIELD	1.16	0.86376
SIZE	1.14	0.87473
DLOSS	1.09	0.9213
Média VIF	1.36	