



Dissertação

Mestrado em Controlo de Gestão

***Divulgação de Informação e o Custo de Capital nas  
empresas cotadas em Portugal***

**Inês Rodrigues dos Santos**

Leiria, *setembro* de 2015





Dissertação

Mestrado em Controlo de Gestão

***Divulgação de Informação e o Custo de Capital nas  
empresas cotadas em Portugal***

**Inês Rodrigues dos Santos**

Dissertação de Mestrado realizada sob a orientação do Doutor José Luís Martins, Professor da  
Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Leiria.

Leiria, *setembro* de 2015



*“Descobri como é bom chegar quando se tem paciência.  
E para se chegar, onde quer que seja, aprendi que  
Não é preciso dominar a força, mas a razão.  
É preciso, antes de mais nada, querer.”*

**Amyr Klink**



# Agradecimentos

---

Neste espaço quero agradecer a todos os que tornaram este trabalho possível e que deram a sua contribuição para que esta dissertação fosse realizada e assim concretizar mais uma importante etapa da minha vida:

- Ao meu Orientador e Professor José Luís Martins pela disponibilidade, compreensão, enorme paciência e o seu conhecimento que compartilhou comigo, assim como o seu entusiasmo para fazer esta tese. Agradeço também ao Professor Pedro Carreira pelo tempo despendido;

- Às minhas colegas de Mestrado, Sílvia, Filipa e Dália, por me terem acompanhado durante esta jornada, pela dedicação e horas que passámos juntas;

- Aos meus colegas de trabalho e, em particular, ao meu Patrono, por me terem incentivado a ingressar em mais uma fase estudantil;

- A todos os meus amigos que sempre estiveram ao meu lado, me apoiaram e incentivaram a não desistir, Catarina, Sandra, Fábio, Hugo, Marco, João e Rita;

- Aos meus pais um agradecimento especial que sempre tiveram do meu lado, ao apoio incondicional e que sempre me incentivaram a nunca baixar os braços por mais difícil que seja a tarefa que nos propomos a concretizar.

A todos vós, o meu mais sincero obrigada!



## Resumo

---

Esta pesquisa tem como principal objetivo analisar a relação existente entre a divulgação de informação e o custo de capital próprio das empresas portuguesas cotadas no PSI 20. Em outras palavras, pretende-se examinar o impacto da divulgação voluntária no custo de capital próprio das empresas no ponto de vista do mercado de capitais. Para testar esta hipótese, foram recolhidos e analisados Relatórios de Gestão, Relatórios sobre o Governo das Sociedades e as Contas anuais de 21 empresas, no período de 2000 a 2012. Para avaliação do nível de *disclosure* das empresas, foi utilizado um índice composto por 41 itens relevantes. O custo de capital próprio foi ajustado ao risco mediante o CAPM e testado por meio de regressão com dados em painel. Os resultados evidenciam que existe uma relação negativa entre o custo de capital próprio e o nível de divulgação de informação.

Palavras-chave: custo de capital próprio, divulgação de informação, PSI 20 Portugal.



# Abstract

---

This study main objective is to evaluate the relationship between disclosure and the cost of equity of Portuguese listed companies in PSI 20. In other words, we intend to examine the impact of information disclosure in the cost of equity of companies in the capital market point of view. To test this hypothesis, we collected and analyzed public management reports, reports of corporative governance and financial accounts of 21 companies from the period from 2000 to 2012. A composite index of 41 relevant items was used to evaluate the disclosure level of the analyzed companies. The cost of equity was risk-adjusted using the CAPM and regression tested using panel data. The results show a negative relationship between the disclosure level and the cost of equity.

Key-Words: cost of equity capital, disclosure, Portugal PSI 20.



## Índice de Figuras

---

|   |    |
|---|----|
| Figura 1 – Modelo CAPM.....                           | 10 |
| Figura 2 – Distribuição económica por setor.....      | 49 |
| Figura 3 – Variação média no período 2000 a 2012..... | 49 |



## Índice de Tabelas

---

|  |    |
|--|----|
| Tabela 1 – Estudos empíricos sobre relação do <i>disclosure</i> com o custo de capital ..... | 35 |
| Tabela 2 – Empresas do PSI 20 .....  | 39 |
| Tabela 3 – Estatísticas descritivas .....  | 48 |
| Tabela 4 – Teste de Correlação .....   | 51 |
| Tabela 5 – Resultados da Regressão.....  | 53 |



## Lista de Siglas

---

AICPA – *American Institute of Certified Public Accountants*

CAPM – *Capital Asset Pricing Model*

CIFAR – *Center for International Financial Analyses and Research*

CMV – *Código dos Valores Mobiliários*

CMVM – *Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*

CSC – *Código das Sociedades Comerciais*

EFRAG - *European Financial Reporting Advisory Group*

FASB – *Financial Accounting Standards Board*

GRETLL – *Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library*

ICB – *Industry Classification Benchmark*

Lev – *Leverage*

M/B – *Market to Book*

ROA – *Return on Assets*

PSI – *Portuguese Stock Index*



# Índice

---

|  |             |
|--|-------------|
| <b>AGRADECIMENTOS</b> .....  | <b>V</b>    |
| <b>RESUMO</b> .....  | <b>VII</b>  |
| <b>ABSTRACT</b> .....  | <b>IX</b>   |
| <b>ÍNDICE DE FIGURAS</b> .....   | <b>XI</b>   |
| <b>ÍNDICE DE TABELAS</b> .....   | <b>XIII</b> |
| <b>LISTA DE SIGLAS</b> .....   | <b>XV</b>   |
| <b>ÍNDICE</b> .....  | <b>XVII</b> |
| <b>1. INTRODUÇÃO</b> .....   | <b>1</b>    |
| 1.1.    Justificação do tema .....   | 1           |
| 1.2    Objetivos gerais do estudo .....                                    | 2           |
| 1.3    Estrutura da Dissertação .....                                      | 4           |
| <b>2. REVISÃO DE LITERATURA</b> .....                                      | <b>5</b>    |
| 2.1    Custo de Capital .....  | 5           |
| 2.1.1    Conceito de Custo de Capital e Custo de Capital Próprio.....      | 5           |
| 2.1.2    Modelos para determinação do Custo do Capital Próprio.....        | 7           |
| 2.2    Divulgação de Informação .....                                      | 14          |
| 2.2.1    Conceitos, objetivos e tipos .....                                | 14          |
| 2.2.2    Divulgação Voluntária da Informação .....                         | 16          |
| 2.2.3    Credibilidade e motivações da divulgação voluntária.....          | 18          |
| 2.2.4    Consequências da divulgação voluntária.....                       | 23          |
| 2.2.5    Modelos para cálculo dos níveis de divulgação de informação ..... | 24          |

|           |  |           |
|-----------|--|-----------|
| 2.3       | Relação entre Divulgação de Informação e Custo de Capital.....       | 27        |
| <b>3.</b> | <b>ESTUDO EMPÍRICO .....</b>   | <b>37</b> |
| 3.1       | Enquadramento .....  | 37        |
| 3.2       | Objetivos e hipóteses .....  | 37        |
| 3.3       | Seleção e Caracterização da Amostra .....                            | 38        |
| 3.4       | Modelo .....   | 40        |
| 3.5       | Apresentação e discussão dos Resultados.....                         | 47        |
| 3.5.1     | Estatísticas descritivas.....  | 48        |
| 3.5.2     | Teste de Correlação.....   | 50        |
| 3.5.3     | Análise de Regressão .....   | 52        |
| <b>4.</b> | <b>CONCLUSÃO, LIMITAÇÕES E FUTURAS LINHAS DE INVESTIGAÇÃO ..</b>     | <b>57</b> |
| 4.1       | Conclusão.....   | 57        |
| 4.2       | Limitações da pesquisa e futuras linhas de investigação .....        | 59        |
|           | <b>BIBLIOGRAFIA .....</b>  | <b>61</b> |
|           | <b>ANEXOS .....</b>  | <b>67</b> |
|           | Anexo I – Listagem de Empresas do PSI 20 e respetiva descrição ..... | 67        |

# 1. Introdução

---

## 1.1. Justificação do tema

Nos últimos anos, as empresas têm-se consciencializado mais na importância de prestar contas e em como este ato é fundamental para a sua vida económica.

Atualmente, no panorama empresarial nacional, em consequência das transformações ocorridas a nível internacional, existe cada vez mais uma procura por maiores níveis de *disclosure*, *accountability* e comportamentos éticos por parte das empresas. Estes comportamentos e melhores práticas de *corporate governance* são exigidos pelos investidores e são motivados, muitas vezes, pelos recentes escândalos e crises financeiras a que o mercado assistiu. Estas práticas visam, nomeadamente, a redução da assimetria informacional. Deste modo, importa referir que os reguladores dos mercados consideram que a divulgação de informação e o governo das sociedades são instrumentos inseparáveis para a proteção dos investidores e para a funcionalidade dos mercados de capitais.

Assim, e devido essencialmente, aos escândalos e crises financeiras, verificou-se um controlo mais apertado da prestação de contas pelos diversos reguladores, nomeadamente pelo Banco de Portugal e pela Comissão de Mercados e Valores Mobiliários, na tentativa de assegurar a qualidade e fiabilidade da informação divulgada.

Dos vários benefícios apontados, maior transparência, qualidade, credibilidade, é indicado em vários estudos a redução do custo de capital das empresas. No entanto, esta relação ainda não foi estudada com bastante profundidade no contexto nacional, muito embora seja uma área de investigação vasta a nível internacional. Veja-se, por exemplo, o estudo de Botosan (2006), Hail (2002), Francis *et al.* (2005), Lopes e De Alencar (2010) entre outros.

Acresce ainda que a grande dificuldade em desenvolver estudos relacionados com o custo do capital próprio e o nível de *disclosure* é que nenhuma das duas variáveis é diretamente observável. Assim, a qualidade das conclusões dependerá, em grande parte, da habilidade do investigador em escolher as *proxys* adequadas para as duas variáveis.

A informação voluntária de informação também é observada na literatura como sendo um motivador pelos seus efeitos no mercado de capitais e onde é possível afirmar que muitas das empresas são induzidas pelo mercado a divulgar informações confidenciais. Assim, uma divulgação de informação com qualidade aumenta a precisão das decisões operacionais e de investimentos por parte dos gestores.

Em suma, podemos afirmar que o equilíbrio de poder entre os acionistas e os gestores é decisiva quanto à política de divulgação corporativa, determinando o nível de assimetria de informação. A implementação de boas práticas de governança corporativa pode contribuir para a otimização do desempenho organizacional, bem como a estabilidade dos mercados e segurança dos investidores.

## **1.2 Objetivos gerais do estudo**

Compreendendo a relevância do tema e as novas imposições às realidades das empresas, este trabalho pretende analisar a importância da relação das informações divulgadas pelas empresas com o respetivo custo de capital, avaliando a forma como estas duas variáveis interagem entre si.

Perante a problemática apresentada, surge a questão base de investigação da tese: Qual a relação entre a divulgação de informação (*disclosure*) e o custo de capital das empresas portuguesas cotadas?

Toda a análise pretenderá, também, estabelecer uma base teórica que será sustentada por pesquisa bibliográfica sobre os temas de custo de capital e divulgação voluntária da informação.

Neste estudo pretende-se contribuir com a criação/adaptação de um índice de divulgação de informação que contem 41 perguntas, divididas em 5 categorias. Trata-se de um índice que tem por base o índice desenvolvido por Botosan (1997).

Assim, este estudo tem como principal objetivo investigar se o nível de *disclosure* influencia o custo de capital das empresas. Consequentemente, procuramos dar respostas para as seguintes questões específicas:

*Q<sup>1</sup> A divulgação de informação reduz o custo de capital?*

Analisamos se as empresas podem reduzir o seu custo de capital, reduzindo o diferencial de informação entre investidores e gestores. Além disso, verificamos se, no contexto de assimetria de informação, existe uma efetiva redução do custo de capital resultante do aumento da divulgação, após controlar outros fatores que influenciam o custo de capital próprio, como por exemplo, tamanho da empresa, nível de endividamento, rácio *market-to-book* e rendibilidade sobre ativos.

*Q<sup>2</sup> Como é que a divulgação de informação reduz o custo de capital?*

Desenvolvemos a sequência causal entre a divulgação de informação das empresas e o respetivo impacto. A revisão de literatura e a síntese de conceitos teóricos existentes, estabelece as bases para um enquadramento conceptual. As empresas projetam a sua estratégia, no que se refere aos instrumentos de relações com investidores. O desenho de uma estratégia de divulgação correta exige que as empresas determinem um nível ótimo de divulgação e materializam o nível de divulgação escolhido.

Uma outra justificação para a segunda questão da pesquisa é mostrar como a divulgação de informação alivia os problemas de agência nas empresas e como isso pode afetar a governança corporativa.

### **1.3 Estrutura da Dissertação**

A presente dissertação encontra-se organizada em quatro capítulos principais.

O primeiro capítulo corresponde à introdução, onde iniciamos com a apresentação e justificação para o tema, motivações e apresentamos os objetivos gerais do trabalho e respetiva estrutura.

No segundo capítulo avançamos com uma abordagem teórica do tema, onde será apresentada a revisão de literatura com a finalidade de desenvolver as temáticas do custo de capital e divulgação de informação como um dos fatores relevantes no meio financeiro internacional. Neste capítulo, serão expostos os modelos mais importantes relacionados com as temáticas, bem como as conclusões dos estudos mais relevantes.

No terceiro capítulo, o estudo empírico, iniciamos com a descrição dos objetivos específicos, seguindo-se a apresentação da metodologia adotada na investigação, caracterização da amostra selecionada e das hipóteses estudadas. Os resultados serão apresentados e comentados.

Por fim, no quarto e último capítulo, apresentamos as conclusões finais do estudo, através da síntese de resultados obtidos face aos objetivos propostos inicialmente e se propõem possíveis futuras linhas de investigação no âmbito deste tema e da dissertação.

## 2. Revisão de Literatura

---

### 2.1 Custo de Capital

#### 2.1.1 Conceito de Custo de Capital e Custo de Capital Próprio

Uma das perguntas mais relevantes com que se deparam os gestores e participantes dos mercados de capitais é se as empresas obtêm mais benefícios associados ao custo de capital através da divulgação de informação. Segundo o relatório da AICPA de 1994, um baixo custo de capital próprio constitui um benefício da divulgação, já o FASB (2001) argumenta que se trata de uma relação intuitiva, uma vez que a maior parte das pessoas concorda que muitos dos exemplos de informações voluntárias lida diretamente com a atividade da empresa tornando-se uma informação útil para os investidores na tomada de decisões de investimento. Para fazer face a esta situação, o FASB (2001) desenvolveu uma base para proporcionar as divulgações voluntárias em um processo para identificar informação útil para os investidores e ajudar a decidir se essa informação é ou não apropriada.

Segundo Pratt (1998), o custo de capital define-se como a taxa mínima de rentabilidade esperada que os investidores exigem para fornecer capital para a empresa.

Particularizando este conceito ao nível das empresas, o custo de capital prende-se com as decisões dos investidores sobre os ativos em que investir e qual a forma de os financiar, tendo sempre em conta a maximização do valor da empresa.

Ainda de acordo com Pratt (1998), ao conceito de custo de capital estão inerentes algumas características essenciais. São elas:

- ser dirigido pelo mercado;
- estar em função do investimento e não do investidor;

- tratar-se de um custo estimado, pois reflete as expectativas dos investidores quanto ao montante dos rendimentos proporcionados;
- basear-se no valor dos ativos;
- ser medido em termos nominais, pois inclui uma inflação esperada;
- constituir um elo de ligação entre as rendibilidades futuras que são esperados com o valor presente do investimento, num determinado momento.

Os modelos mais conhecidos para medir o custo de capital são o CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), o APT (*Arbitrage Pricing Theory*), o modelo de três fatores de Fama e French e o modelo de Gordon.

A definição do custo de capital próprio é fundamental para a realização de investimentos eficientes.

De acordo com Botosan (2006) e Neves *et al.* (2009), o custo de capital é a taxa mínima de rendibilidade esperada que os investidores exigem para fornecer capital para a empresa. A sua fórmula é composta pela taxa de juro sem risco ( $r_f$ ) e um prémio de risco não diversificável das empresas ( $r_{prem}$ ), conforme a seguinte equação:

$$r = r_f + r_{prem} \quad (1)$$

O custo de capital tem associado a si dois riscos: o risco de negócio e o risco financeiro. O risco de negócio é o risco que a empresa corre caso não seja capaz de fazer face aos custos operacionais. Já o risco financeiro está associado às decisões de estrutura de capital, na medida em que maior endividamento acarreta maior exigência de fluxos contratados de serviço da dívida com natureza fixa.

Quanto ao custo de capital próprio também este pode ser descrito como o risco ajustado à taxa de desconto que os investidores aplicam a futuros *cash-flows* para que seja possível chegar ao atual preço de ação e que é composta pela seguinte fórmula:

$$P_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{E_t(Div_{t+\tau})}{(1+r)^\tau} \quad (2)$$

Onde,

$E_t(Div_{t+\tau})$  = dividendos futuros esperados,

$P_t$  = preço atual,

$r$  = risco ajustado à taxa de desconto.

Obviamente, na ausência de uma medida direta observável, o custo de capital próprio deverá ser estimado. No entanto, esta estimativa é difícil de calcular, pelo que os investigadores continuam a debater entre si qual o melhor método para este cálculo.

Ainda dentro do custo de capital próprio considera-se que a sua estimativa assenta em três itens básicos:

- a taxa de juro livre de risco reflete o custo de capital no tempo (no qual existe um custo mínimo) e é, geralmente, representada pelos títulos do tesouro a longo prazo de um país desenvolvido;
- o prémio de risco do país ou *Country Premium Risk*;
- o efeito da redução no custo de endividamento provocado pela dedutibilidade fiscal dos custos de endividamento, dado que os juros suportados são fiscalmente aceites, reduzindo o custo efetivo da dívida.

No ponto seguinte desta tese passaremos em revista os principais modelos de estimação do custo do capital próprio e suas características.

### **2.1.2 Modelos para determinação do Custo do Capital Próprio**

Os modelos mais utilizados para estimar o custo do capital próprio, ou seja, a rendibilidade exigida pelos investidores para suportar o risco de investir, são:

- *CAPM (Capital Asset Pricing Method)*: este modelo permite explicar a diferença no risco e na rendibilidade entre as várias empresas através de um fator comum: correlação com o mercado;
- *APT (Arbitrage Pricing Theory)*: esta teoria sustenta que a rendibilidade é explicada através de vários fatores, nomeadamente influências macroeconómicas como taxas de juro, taxas de câmbio, entre outros;

- 3FFF (*Fama-French Three Fator Model*): este modelo utiliza três fatores: um fator de mercado, um fator relacionado com o tamanho da empresa e outro de valores de mercado.
- Modelo de Gordon (Abordagem dos dividendos): o cálculo do custo de capital próprio é feito com base numa projeção de dividendos pagos na atualidade aos acionistas e com base numa taxa de crescimento esperada para dividendos futuros.

### **CAPM (*Capital Asset Pricing Model*)**

Dos vários modelos apresentados o modelo do CAPM é o mais utilizado, pois a sua implementação é mais simples e apresenta uma base teórica mais clara.

O modelo CAPM foi desenvolvido a partir dos conceitos introduzidos por Harry Markowitz em 1952, sobre a formação de carteiras e constitui-se como uma referência na teoria financeira. Mais tarde, o modelo CAPM foi desenvolvido por Sharpe (1964) e contou ainda com os contributos de Lintner (1965) e Mossin (1966) para o seu aperfeiçoamento, considerando a existência de um relacionamento linear entre o risco e a rendibilidade.

Este modelo, amplamente utilizado pelos analistas financeiros, estabelece uma relação direta entre o risco e a rendibilidade exigida pelos investidores. Diversos autores utilizam o Modelo do CAPM no cálculo do custo do capital próprio, sendo que, segundo este modelo, o custo do capital próprio exigido aos gestores de uma empresa, representa a rendibilidade que os investidores esperam de um investimento dado o seu risco específico.

No entanto, as premissas ou pressupostos inerentes ao modelo CAPM são rigorosas e nem sempre são verificáveis na prática. São as seguintes:

- o objetivo dos investidores é o de maximizar a utilidade de cada período;
- os investigadores baseiam as suas decisões tendo em conta a rendibilidade esperada dos ativos e a sua variância;
- os investidores têm aversão ao risco;
- os investidores têm o mesmo horizonte temporal de investimento e apresentam as mesmas expectativas homogêneas acerca do risco e da rendibilidade dos ativos;

- não existem custos de transação nem impostos e a informação está acessível a todos os investidores;
- todos os ativos são infinitamente divisíveis;
- existe uma taxa isenta de risco, idêntica para todos os investidores e à qual podem aplicar ou pedir emprestado o capital;
- o mercado de capitais está em desequilíbrio.

Na base deste modelo está a decomposição do risco total em dois tipos de risco:

- risco específico, não sistemático ou diversificável – tem a ver com o risco da empresa em relação aos seus concorrentes;
- risco de mercado, sistemático ou não diversificável – afeta todas as empresas e investimentos em geral, embora uns possam ser mais afetados que outros em consequência, por exemplo, das alterações das taxas de juro, da conjuntura, da fiscalidade.

De acordo com Damodaran (2002), o CAPM mede o risco em termos de variância não-diversificável e relaciona as rendibilidades esperadas a essa medida de risco. O risco não-diversificável, para qualquer ativo, é medido através do beta, podendo este ser utilizado para gerar uma rendibilidade esperada. O CAPM é representado através da seguinte equação:

$$E(R_j) = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (3)$$

Onde,

$E(R_j)$  = rendibilidade esperada de um ativo com risco  $j$ ,

$R_f$  = rendibilidade dos ativos sem risco,

$R_m$  = rendibilidade esperada do mercado,

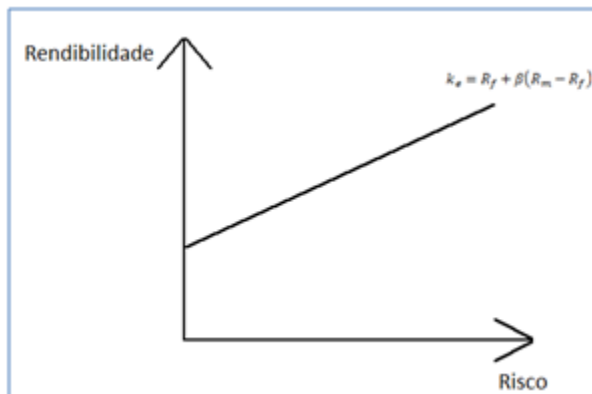
$(R_m - R_f)$  = prémio de risco esperado do mercado,

$\beta$  = risco sistemático ou beta do ativo.

O coeficiente  $\beta$  apresenta-se como o nível de risco, sendo calculado pela seguinte fórmula:

$$\beta = \frac{Cov(R_j, R_m)}{\sigma^2(R_m)} \quad (4)$$

**Figura 1 – Modelo CAPM**



Fonte: Neves *et al.*, 2009

No entanto, o CAPM apresenta algumas limitações como:

- a utilização do modelo pressupõe a existência de índices abrangentes do mercado de ações, ponderadas pelo seu valor de mercado e não pela liquidez dos títulos que compõem o índice;
- as bolsas de valores dos países emergentes apresentam um reduzido volume de transação e uma elevada concentração em poucos títulos, o que faz com que os títulos que compõem o portfólio de mercado não o representem adequadamente;
- a concentração do índice de referência do mercado em poucas ações leva a que o  $\beta$  das empresas evidencie muito mais a relação destas com as principais empresas que compõem o índice de referência, do que com o portfólio de mercado;
- o prémio de risco é habitualmente muito oscilante, sendo por vezes negativo;
- a versão clássica do modelo CAPM não contempla o risco adicional das empresas contempladas nos mercados emergentes.

É importante referir que este é um dos modelos mais usados neste tipo de estudos, pois este captura de forma muito simples o cálculo do retorno exigido pelos investidores. Por esta razão, o CAPM é o modelo considerado como “regra de ouro” pelos gestores, conforme descrito por Lambert, Leuz e Verrecchia (2007).

### **APT (*Arbitrage Pricing Theory*)**

Na procura constante de ultrapassar as falhas e limitações apontadas ao modelo CAPM, Ross (1977) desenvolveu o modelo APT. O principal objetivo do autor era a construção de um modelo de múltiplos fatores que incorporasse as diversas fontes de risco dos ativos. O APT parte do princípio da existência de  $n$  fatores que provocam, sistematicamente, rendibilidades desviantes das esperadas. A teoria, no entanto, não especifica qual o número ideal de fatores a considerar.

A rendibilidade dos ativos financeiros poderá ser determinada pela seguinte expressão:

$$R_i = E(R_i) + \beta_{i1} \cdot F_1 + \beta_{i2} \cdot F_2 + \dots + \beta_{in} \cdot F_n + e_i \quad (5)$$

Em que:

$R_i$  = a rendibilidade do período observada para o ativo  $i$ ,

$E(R_i)$  = rendibilidade esperada para o ativo  $i$ ,

$F_j$  =  $n$  fatores com média zero que influenciam todos os ativos  $i$ ,

$\beta_{ij}$  = sensibilidade da rendibilidade do ativo  $i$  para o fator  $F_j$ ,

$e_i$  = termo residual do ativo  $i$ .

Este modelo apresenta-se como sendo um modelo mais complexo, em termos de número de variáveis, relativamente ao CAPM e ao modelo de 3 fatores do Fama-French. Assim, em primeiro lugar há que identificar os fatores relevantes explicativos da rendibilidade do ativo financeiro, depois proceder à sua transformação de modo a que os fatores sejam independentes entre si e, por fim, estimar os coeficientes de sensibilidade de cada ativo financeiro aos fatores encontrados anteriormente e os prémios de risco que o mercado atribui a cada fator.

Assim, e de forma semelhante ao CAPM, onde considerávamos que a rendibilidade esperada que era função linear da sensibilidade do ativo para com o risco sistemático, segundo o modelo APT, tal também acontece, mas existem  $n$  fontes de risco sistemático.

A magnitude do beta indica a intensidade do impacto do risco sobre a rendibilidade, ou seja, quanto maior for o beta do ativo em relação a determinado fator, maior será o risco que o ativo possui.

Na mesma linha de investigação do impacto na rendibilidade de mais do que um fator, Fama e French (1992) investigaram o poder explicativo das rendibilidades de alguns dos fatores associados às características intrínsecas das empresas. E, com base nos resultados positivos encontrados, Fama e French (1993) sugerem um novo modelo de três fatores que sinteticamente se descreve de seguida.

### **3 FFF (*Fama-French Three Fator Model*)**

Este modelo foi desenvolvido por Fama e French (1993), e adicionou ao tradicional beta (representação tradicional da totalidade do risco sistemático) dois fatores de risco, com o objetivo de aumentar o poder explicativo do CAPM aquando da sua utilização empírica no mercado americano.

Este modelo apresenta problemas de estimação semelhantes ao CAPM. Além disso, este modelo não explica a natureza dos riscos não-diversificáveis presente na variável tamanho da empresa, pelo que é questionável se o modelo dos três fatores é ou não um modelo completo. É um modelo que tem sido apresentado como alternativa ao CAPM. Este modelo apresenta a seguinte equação:

$$R_{jt} - R_{ft} = a + b[R_{mt} - R_{ft}] + s[SMB_t] + h[HML_t] + e_{jt} \quad (6)$$

Onde,

$R_{jt}$  = rendibilidade da carteira  $j$  no mês  $t$ ,

$R_{ft}$  = rendibilidade de um ativo sem risco para o mês  $t$ ,

$R_{mt}$  = prémio da carteira de mercado no mês  $t$ ,

$SMB_t$  = prémio pelo fator tamanho no mês  $t$ ,

$HML_t$  = prémio pelo fator B/M no mês  $t$ ,

$s$  e  $h$  = coeficientes que medem a sensibilidade da rendibilidade das carteiras aos fatores  $SMB$  e  $HML$ , respetivamente,

$e_{jt}$  = resíduo do modelo referente a carteira  $j$  no mês  $t$ .

Através da aplicação de testes estatísticos e da observação dos seus resultados, Fama e French (1993) concluíram que o modelo composto por três fatores era significativa e superior ao

CAPM no que diz respeito à rentabilidade das ações listadas no mercado americano. Segundo os autores, os coeficientes da equação indicada acima mostraram-se significantes, indicando a força estatística e a validade do modelo.

## **MODELO DE GORDON**

Trata-se de um modelo elaborado por Gordon & Shapiro (1956) e tem em conta a variação de análise dos fluxos de caixa descontados que pressupõe que o crescimento de dividendos seja a uma taxa constante e que também pressupõe que a taxa de retorno seja constante.

O seu cálculo é feito através da estimativa de três variáveis: valor corrente nos dividendos do ano N+1, custo do capital próprio e taxa de crescimento dos dividendos. A sua fórmula apresenta-se da seguinte forma:

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g} \quad (7)$$

Onde:

$P_0$  = valor da ação,

$D_1$  = dividendo antecipado,

$k$  = rentabilidade esperada,

$g$  = taxa de crescimento do lucro bruto por ação.

Porém, este modelo apresenta várias limitações quanto à sua utilização. A principal limitação está relacionada com o pressuposto de que os dividendos obtidos serão divididos pelos acionistas, o que poderá não acontecer. Desta forma, o modelo deixa de ser eficaz. Outras limitações têm em conta o facto de não ser fácil estimar a taxa de crescimento dos dividendos, os dividendos não serem valores certos, o facto de o modelo só poder ser aplicável quando o custo de capital próprio for superior à taxa de crescimento de dividendos, entre outros.

## **2.2 Divulgação de Informação**

O impacto das ações voluntárias da divulgação das informações financeiras e não financeiras sobre o custo de capital tornou-se, durante os últimos anos, um interessante tópico de estudo. Trata-se de um ponto de interesse para a literatura financeira e contabilística, tanto a nível teórico como empírico.

Do ponto de vista teórico, uma associação negativa entre a qualidade da informação e o custo de financiamento de capital é observada, com especial ênfase na capacidade de influenciar a liquidez do mercado de ações como o risco de estimativa. Já ao nível empírico, verifica-se cada vez mais um crescente nível de estudos, tentando qualificar a relação entre o custo de capital próprio e a qualidade das informações financeiras que são divulgadas pelas empresas.

Neste ponto do trabalho avançamos com a introdução dos conceitos, objetivos e tipos de divulgação de informação, abordando seguidamente aspetos relacionados com a divulgação voluntária de informação, motivações para a divulgação e respetivas consequências.

### **2.2.1 Conceitos, objetivos e tipos**

Nos últimos anos tem-se vindo a intensificar a “discussão” em torno da divulgação das informações financeiras e não financeiras pelas empresas. Esta divulgação permite a possibilidade de fornecer informação acrescida de natureza económica e social a todos os utilizadores, sejam eles internos ou externos.

Perante o aumento do número de empresas que acedem aos mercados de capitais, surge também uma necessidade crescente de um maior nível de divulgação de informação por parte das empresas, sobretudo no que diz respeito ao relato financeiro.

O relatório elaborado pela Comissão Europeia juntamente com a EFRAG (2007) relativamente à IFRS 7 (para a aplicação das novas normas contabilísticas na União Europeia) é aplicado apenas aos Relatórios de Gestão e onde os gestores devem distinguir de outras informações, aquelas que fazem realmente parte do relatório de gestão, assim como o seu grau de cumprimento com as orientações práticas exigidas. Este relatório deve também divulgar informações que traduzam a visão dos gestores sobre acontecimentos passados, presentes e

futuros da empresa, bem como outros fatores que estejam relacionados com a sua performance, através de características simples, comparativas, compreensíveis, materiais, relevantes e tempestivas. Contudo, o conteúdo do relatório varia consoante o negócio da empresa, havendo necessidade de divulgar, ou não, informações mais detalhadas. Este documento tem a sua importância, uma vez que o IASB traça linhas orientadoras sobre os relatórios de gestão a serem apresentados pelas entidades.

Por sua vez, Boesso (2002) refere a importância de os organismos contabilísticos emitirem recomendações adicionais, no sentido de uma maior harmonização, sem se centrarem apenas nos investidores, mas também nos outros utilizadores de informação.

De acordo com o FASB (2001), e também com o AICPA (1994), a divulgação de informação é definida como a divulgação deliberada de informação da empresa para o mercado, seja ela quantitativa ou qualitativa, requerida ou voluntária, através de canais formais ou informais.

Pode então entender-se que o conceito de divulgação está relacionado com o de transparência, visto que se trata de informação relevante e confiável sobre a performance financeira, operacional, entre outros aspetos. Daqui depreende-se que uma empresa com maiores e melhores níveis de divulgação será uma empresa mais transparente.

Divulgação de informação financeira, segundo Choi e Mueller (1992), é entendida como um processo que consiste em quatro etapas de atuação:

- Perceção – tem em conta que são as transações financeiras as que representam uma atividade significativa;
- Simbolismo – onde as atividades devem ser simbolizadas por forma a que haja uma base de dados dessas mesmas atividades, a fim de serem analisadas e compreendidas por todos;
- Análise – análise do modelo de atividades, para que este possa ser sumariado, organizado e esclarecedor das relações entre as atividades, apresentando um panorama da situação atual da atividade, através, por exemplo, dos relatórios financeiros;
- Comunicação – a análise dos dados deve ser comunicada a todos os seus utilizadores a fim de serem tomadas decisões para que as atividades sigam o melhor caminho.

A divulgação pode ainda ser classificada de acordo com duas naturezas distintas: entendida como se tratando de divulgação voluntária de informação ou divulgação obrigatória.

A primeira é realizada pelas empresas sem que haja qualquer obrigatoriedade da sua divulgação. É através de divulgação voluntária que se torna interessante perceber o motivo pelo qual a Administração/Gestão de uma empresa divulga informações, já que estas não são objeto de qualquer fiscalização por parte das entidades oficiais. Alguns estudos sobre esta abordagem, como é o caso de Healy e Palepu (1995), referem que a preocupação da divulgação de informação tem por base a percepção dos seus investidores.

No que diz respeito à divulgação obrigatória, as informações são requeridas pelos organismos reguladores, sendo que “uma das principais funções dos reguladores é garantir um ambiente de investimento onde os ganhos provenientes de informações privadas (privilegiadas) são minimizadas *ex-ante* e penalizadas *ex-post*” (Patel *et al.*, 2002). O objetivo deste tipo de divulgação é estabelecer um nível informacional mínimo que a empresa possa operar.

### **2.2.2 Divulgação Voluntária da Informação**

Como já foi referido anteriormente, quando uma empresa divulga voluntariamente a sua informação financeira, assume-se que os benefícios dessa divulgação sejam superiores aos seus custos. De acordo com o FASB (2001), e ideia reforçada por Botosan (1997) e Hail (2002), a divulgação voluntária apresenta um conjunto de benefícios para as empresas, nomeadamente:

- menor custo de capital próprio;
- maior credibilidade e melhores relações com os investidores;
- aumento da liquidez das ações das empresas;
- probabilidade de as decisões de investimento serem tomadas da melhor forma, e
- menos perigo de litígio, alegando que a divulgação da informação é inadequada.

Estes benefícios, para a economia em geral, traduzem-se em:

- uma alocação mais efetiva do capital;
- investimento com menor custo de capital; e

- capitais de mercados mais líquidos.

São apresentados também alguns incentivos baseados no esforço de manter a credibilidade, reduzindo a incerteza dos investidores, reduzindo o custo de capital, possibilitando um aumento no valor dos títulos da empresa, tudo isto através da divulgação pública das informações conhecidas apenas pelos administradores, o que pode revelar que a empresa apresenta um maior valor do que o mercado havia percebido. Outros incentivos passam pelo desejo de manter uma boa imagem.

No entanto, a divulgação voluntária de informação pode também apresentar desvantagens e conduzir a potenciais custos para a empresa, tais como:

- desvantagem competitiva quanto à sua informação financeira, e
- inconveniente de a divulgação poder ser usada por concorrentes.

Já no que diz respeito à economia em geral, estes custos vão incidir no desenvolvimento, compreensão e análise das informações financeiras.

Considerando que o presente estudo terá por base as empresas cotadas em Portugal, a regulamentação da divulgação de informação é da competência da CMVM (regulada pelo Código dos Valores Mobiliários (CVM)), pelo que as sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado deverão cumprir as regras de divulgação estabelecidas do regulamento da CMVM n°1/2010 sobre o Governo das Sociedades Cotadas.

O art. 65° do Código das Sociedades Comerciais (CSC) estabelece a obrigatoriedade de elaboração e apresentação do relatório de gestão por parte das empresas. Já o art. 66° do CSC refere que o relatório de gestão deve conter uma exposição fiel e clara dos negócios e seu desempenho, assim como uma descrição dos riscos e incertezas que a empresa enfrenta. Deste modo, o relatório de gestão é considerado como um bom medidor do nível de divulgação voluntária efetuada pela empresa através das vias de divulgação disponíveis.

Para as empresas em que as ações são admitidas em mercado regulamentado, também estas têm de divulgar, para além do relatório de gestão e do anexo às demonstrações financeiras, um relatório sobre a estrutura e práticas do governo societário, de acordo com o n°1, do art. 245°A do CVM, respeitando também os prazos estipulados pelo CSC e CVM.

### **2.2.3 Credibilidade e motivações da divulgação voluntária**

Uma discussão ainda muito atual prende-se com o facto de os gestores das empresas, ao divulgarem as suas informações financeiras e não financeiras voluntariamente, terem a intenção de beneficiar a sua empresa. No entanto, há que considerar que essas divulgações de informações podem não ser credíveis.

De acordo com Healy e Palepu (2001) existem dois tipos de mecanismos que poderão aumentar a credibilidade das divulgações de informações. Primeiro, os intermediários, como analistas financeiros, podem aumentar esta credibilidade através da utilização e de uma avaliação à informação divulgada pela administração.

Um outro mecanismo tem em conta a gestão legal das empresas pois é através do relato financeiro e de relatórios financeiros auditados que surge a informação dos lucros a obter por parte dos gestores. Para que este mecanismo funcione de forma eficaz, é necessário que haja uma penalização dos gestores que, conscientemente, fornecem falsas informações. Daqui pode concluir-se que, ao melhorar a qualidade da informação da divulgação obrigatória, a qualidade da divulgação voluntária melhora também.

De acordo com a teoria financeira atual, existem várias razões que levam as empresas a divulgar as suas informações. Neste contexto, surgem diversas teorias que tentam justificar o comportamento das empresas. Entre elas destacamos:

- **Teoria da Agência**

A teoria da agência, inicialmente desenvolvida por Jensen e Meckling (1976), é baseada no conflito de interesses entre os proprietários da empresa e os seus gestores, numa situação em que existe uma separação entre propriedade e gestão ou em situações em que uma pessoa delega a tarefa a outra.

A importância da teoria da agência na divulgação de informação, de acordo com Healy e Palepu (2001), tem em conta o problema da assimetria da informação que existe entre quem divulga (os gestores da entidade) e os utilizadores dessa mesma informação (investidores e outras partes interessadas). No entanto, a assimetria de informação estará sempre presente devido ao conflito de interesses entre o agente e o principal. De acordo com os autores, a divulgação da informação irá servir para reduzir essa assimetria.

- **Teoria da Sinalização**

De acordo com Spence (1973) e Ross (1977), no caso de assimetria de informação, a teoria da sinalização assume que as empresas com melhor desempenho utilizam as suas informações financeiras como ferramenta para transmitir sinais para o mercado.

Num mercado em que existem assimetrias de informação, os gestores são encorajados a transmitir ao mercado as informações que possuem, o que contribuirá para a redução dos custos da agência e obtenção de financiamentos em condições mais favoráveis. Contudo, uma vez que a transmissão de informação acarreta custos, os gestores tendem a usar sinais para comunicar com os investidores, o que leva a alterações nas expectativas desses investidores.

Um sinal é, então, uma mensagem enviada de agentes económicos bem informados (como os diretores das empresas) a outros agentes supostamente menos informados (como acionistas e credores). Mas, para que um sinal seja credível e tenha efeitos sobre os agentes destinados, deve atender a três condições: ser emitido com antecedência, ter um custo associado e incluir incentivos e/ou penalidades.

Esta teoria afirma que as empresas com elevada qualidade irão escolher políticas contabilísticas que revelem a sua qualidade superior, enquanto as empresas de menor qualidade vão escolher métodos para camuflar a sua qualidade inferior.

- **Teoria da Legitimidade**

A teoria da legitimidade é baseada na noção de contrato social que existe entre a organização e a sociedade.

Esta teoria foca-se no reconhecimento da sociedade, o que significa que a sociedade arbitra as empresas através da imagem que estas criam de si. A única maneira de as empresas sobreviverem é “se a sociedade em que estão inseridas perceber que as empresas estão a operar de acordo com um conjunto de valores que são benéficos para a sociedade” (Gray *et al.*, 1996). Assim, as empresas podem estabelecer a sua legitimidade combinando o seu desempenho com as expectativas e perceções da própria sociedade. Problemas de legitimidade podem ocorrer quando existe um distanciamento entre a expectativa da sociedade e a perceção sobre o comportamento social da empresa.

- **Teoria do Stakeholder**

Segundo Freeman *et al.* (2001), esta teoria apresenta as seguintes características:

- promover a criação de uma estrutura de gestão, com estratégias flexíveis o suficiente para que a empresa não precise de adotar novos paradigmas;
- colocar o objetivo principal na existência da empresa. Para alcançar este objetivo, a gestão deve ser apoiada por todos os que influenciam e que são influenciados pela empresa;
- os vários grupos interessados devem compartilhar com a empresa um conjunto de valores;
- supor que as estratégias de sucesso são aquelas que incorporam as perspectivas de todos os interessados.

De acordo com esta teoria, o objetivo principal da empresa é criar valor para todos os *stakeholders*. A necessidade de informação conduz a novas formas de comunicação. O foco desta teoria incide sobre a necessidade de a empresa formular estratégias e estabelecer acordos satisfatórios com as várias partes interessadas para garantir a sua sobrevivência.

A teoria dos *stakeholders* defende a interdependência e integração dos agentes que compõem um sistema. As empresas devem ser consideradas como pertencentes a um sistema aberto com variadíssimas relações de influências, pois as organizações não são autossuficientes nem autodependentes. Deste modo, a divulgação de informação adicional por parte das empresas faz crescer e fortalecer os laços entre as empresas e as partes interessadas.

- **Teoria Positiva da Contabilidade**

A teoria positiva da contabilidade tem como objetivo avaliar o efeito da contabilidade sobre os diversos utilizadores da informação produzida pela contabilidade. As primeiras abordagens baseadas nesta teoria iniciaram-se com estudos realizados no mercado de capitais sobre a relação entre a informação contabilística e o preço das ações.

De acordo com Watts e Zimmerman (1990), esta teoria necessita de ser positiva e não ser normativa, pois deve explicar o porquê de algumas empresas utilizarem certos procedimentos que outras empresas não usam e, assim, ser capaz de compreender as pressões que as empresas exercem sobre os reguladores das normas, que podem afetar a distribuição de riqueza.

A teoria positiva da contabilidade demonstra a sua utilidade, permitindo aos investidores compreender as consequências das decisões contabilísticas, incluindo a distribuição de dividendos, visto que a escolha dos métodos de contabilidade é que irá determinar a riqueza dos acionistas, credores e outras partes interessadas que estão relacionadas.

Numa outra perspetiva, Healy e Palepu (2001) apresentam seis forças que afetam as decisões de divulgação dos gestores por razões do mercado de capital: operações de mercado de capitais, concursos de controlo corporativo, compensações de ações, processos judiciais, custos de propriedade e sinalização de gestão de talentos.

- **Operações de mercado de capitais**

Healy e Palepu (1993, 1995) colocaram a hipótese de que as perceções dos investidores de uma empresa são importantes para os gestores das mesmas que estão à ponderar emitir dívida ou capital ou adquirir outra empresa por transação de ações. Consequentemente, os gestores que avançam com as operações de mercado têm incentivos para divulgar voluntariamente a sua informação, reduzindo, desta forma, o custo de financiamento externo da empresa. Assim, pode afirmar-se que os administradores das empresas podem reduzir o seu custo de capital, diminuindo o risco das informações através da divulgação voluntária.

Para Healy e Palepu (2001) a dívida e a oferta de capital não são eventos isolados, o que torna difícil avaliar se as estratégias de divulgação por parte da administração são motivadas por operações de mercado de capitais ou por outros fatores relacionados.

- **Concursos de controlo corporativo**

Healy e Palepu (2001) referem que o baixo preço das ações está associado a uma maior probabilidade de aquisições hostis, o que resulta numa alta rotatividade de CEO's. Tendo em conta que o risco de perda de emprego acompanha o baixo preço das ações e a obtenção de lucros, os gestores usam a divulgação corporativa para reduzir a probabilidade de desvalorização e explicar o baixo desempenho da obtenção de lucros. Os autores também

sustentam a ideia de que houve pouca investigação sobre as divulgações voluntárias que acompanham a aquisição hostil.

- **Compensação de ações**

Watts e Zimmerman (1990) sugerem, através da teoria da empresa, que os gestores fazem escolhas contabilísticas que podem ser consideradas eficientes quando maximizam o valor da empresa ou escolhas oportunistas, se essas escolhas aumentam o bem-estar dos gestores à custa dos seus trabalhadores.

Para Healy e Palepu (2001) os gestores interessados em negociar as suas participações em ações têm incentivos para divulgar informações privadas a fim de aumentar a liquidez das ações da empresa. Os gestores têm também incentivos para difundir as divulgações voluntárias para corrigir qualquer desvalorização que tenha sido detetada, antes do fim da concessão de opções de ações.

- **Processos judiciais**

A ameaça de litígios por parte dos acionistas pode ter dois efeitos sobre as decisões de divulgação dos gestores. Primeiramente, ações judiciais contra os gestores por divulgações inadequadas ou inoportunas pode encorajar as empresas a aumentar a divulgação voluntária. Segundo, litígios podem reduzir potencialmente os incentivos dos gestores por divulgarem informações, sobretudo se forem informações prospetivas.

Com isto, os acionistas podem processar os diretores executivos pela divulgação da informação inadequada. Isto encoraja as empresas a divulgarem com uma qualidade superior. Os diretores das empresas podem até ser beneficiados através de informação adicional, uma vez que o seu trabalho é avaliado.

- **Custos de propriedade**

As decisões das empresas para divulgar informações aos investidores são também influenciadas pela preocupação de que essas divulgações podem prejudicar a sua posição competitiva nos mercados.

De acordo com Healy e Palepu (2001), o incentivo de não divulgar as informações parece ser sensível à competitividade, muito especialmente se as empresas enfrentarem empresas concorrentes ou ameaça da entrada de novas empresas no mercado.

- **Sinalização de gestão de talentos**

De acordo com Trueman (1986) esta teoria considera que a divulgação de informação positiva pode permitir aos gestores sinalizar o seu talento para outras empresas. De acordo com os autores, o valor de mercado de uma empresa é uma função da percepção dos investidores das suas capacidades como gestor para antecipar e responder a futuras mudanças ambientais e económicas da empresa.

Quanto mais cedo os investidores apurarem que o gestor detém informação relevante, mais favorável será a avaliação da capacidade do gestor para antecipar futuras alterações e aumentar o valor de mercado da empresa.

#### **2.2.4 Consequências da divulgação voluntária**

Healy e Palepu (2001) afirmam que existem três tipos potenciais de consequências económicas no mercado de capitais que afetam as empresas que proporcionam divulgações voluntárias extensas: melhoria da liquidez nas suas ações no mercado de capitais, redução do custo de capital e um aumento generalizado de analistas financeiros.

- **Melhorar a liquidez das ações**

Empresas que proporcionem um elevado nível de divulgação voluntária reduzem as assimetrias de informação entre investidores informados e desinformados. Como resultado, para as empresas com elevado nível de divulgação, os investidores podem estar confiantes de que as suas operações ocorrem a um preço justo, aumentando, assim, a liquidez no mercado de capitais.

- **Redução do custo de capital**

Empresas que planeiam usar o financiamento externo do mercado de capitais disponibilizam a sua divulgação voluntária para reduzir a assimetria de informação e, conseqüentemente, reduzir o seu custo de capital. Botosan (1997) chegou à conclusão que a divulgação de informação voluntária estava negativamente associada ao custo de capital próprio, mas isto apenas para empresas que não recorrem a analistas financeiros.

Num estudo posterior, Botosan e Plumlee (2002) encontram evidência que a divulgação voluntária de relatórios anuais estava negativamente associada ao custo de capital. Contudo, neste mesmo estudo, as autoras encontraram uma associação positiva entre a divulgação voluntária de relatórios trimestrais e o custo de capital próprio. Esta descoberta contradiz a maior parte da literatura teórica relacionada com a divulgação voluntária, fazendo com que haja um novo caminho para estudos futuros.

- **Aumento da informação**

O efeito da divulgação é ambíguo. Divulgação de informação alargada permite aos analistas financeiros criar novas e valiosas informações, tais como previsões e recomendações sobre compra e venda, aumentando a procura pelos seus serviços. Contudo, a divulgação voluntária pública também antecipa a capacidade de distribuir informação privada aos investidores, levando a que haja uma quebra na procura. Segundo Healy *et al.* (1999), após o aumento de divulgação, a cobertura de analistas para as empresas da amostra é revertido para o mesmo nível que outras empresas do setor.

### **2.2.5 Modelos para cálculo dos níveis de divulgação de informação**

Para Beattie *et al.* (2004) existem várias abordagens para analisar a qualidade do *disclosure* nos relatórios divulgados pelas empresas. Essas abordagens são:

- classificação subjetiva;
- estudos de índices de divulgação;
- e, análise textual.

A abordagem para medir o *disclosure* através da sua classificação objetiva envolve a utilização de classificações feitas através de analistas. Exemplo deste tipo de classificação é a efetuada pela AIMR (*Association of Investment Management and Research*), contudo o seu último *ranking* data do ano fiscal de 1995. Nesta abordagem, Healy e Palepu (2001) declaram que as empresas são observadas por analistas qualificados, havendo uma abordagem a todas as divulgações.

Quanto aos estudos de índices de divulgação, os investigadores fazem o seu próprio modelo de divulgação podendo este índice ser feito através de códigos binários. Healy e Palepu (2001) referem que os investigadores estão convictos de que o seu próprio modelo captura os pontos pretendidos. Contudo, o seu julgamento neste tipo de construção faz com que este tipo de pesquisa seja difícil de contestar, uma vez que a divulgação de informação fora do domínio público não está envolvida no índice.

No que diz respeito à abordagem de análise textual, esta inclui análises de conteúdo temático, estudos de legibilidade e de análise linguística.

Para uma perceção melhor da medição da divulgação de informação, é importante mencionar alguns índices de divulgação usados por autores já citados neste trabalho. Modelos de índices de divulgação usados por Botosan (1997), Hail (2002) e Francis *et al.* (2005):

- **Modelo de índice de divulgação de Botosan (1997)**

O modelo construído por Botosan para o seu trabalho de investigação foi baseado no Relatório de Jenkins (AICPA, 1994). O seu índice foi construído tendo em conta os seguintes pontos fundamentais: informação sobre a empresa, resumo dos resultados históricos, estatísticas chave não financeiras, informação projetada e discussão e análise de gestão.

- **Modelo de índice de divulgação de Hail (2002)**

Hail conduziu a sua investigação com base em empresas europeias. O seu índice de divulgação, desenvolvido pelo *Swiss Banking Institute*, apresenta 3 categorias:

- informação da empresa e informação não financeira,
- análise de tendências e discussão e análise de gestão, e
- risco e informação projetada.

Aqui, pode-se perceber que o modelo não difere ao índice apresentado por Botosan.

- **Modelo de índice de divulgação de Francis *et al.* (2005)**

O índice de divulgação usado pelos autores foi obtido através da base de dados CIFAR. Esta base de dados criou uma pontuação de divulgação de informação através de relatórios anuais e que contem, pelo menos, três empresas por país.

O índice do CIFAR é baseado na presença de divulgações específicas divididas por sete categorias: informação geral, declaração de rendimentos, balanço, fluxos de caixa, divulgação da política contábilística, informação sobre acionistas e outras informações suplementares,

Tendo por base os modelos de divulgação apresentados anteriormente e modelos de vários autores, é apresentada de seguida uma tabela que sumariza a construção de índices de divulgação pelos próprios autores através de categorias usadas.

**Tabela 1 – Construção de índice de divulgação voluntária e suas categorias**

|                                     |   |
|-------------------------------------|---|
| <b>Botosan (1997)</b>               | Informação sobre a empresa                            |
|                                     | Resumo de resultados históricos (5 a 10 anos)         |
|                                     | Estatísticas chaves não financeiras                   |
|                                     | Informação projetada                                  |
|                                     | Análise e discussão de gestão                         |
| <b>Francis <i>et al.</i> (2005)</b> | Informação geral                                      |
|                                     | Declaração de rendimentos                             |
|                                     | Balanço   |
|                                     | Fluxos de caixa                                       |
|                                     | Divulgação da política contábilística                 |
|                                     | Informação dos acionistas                             |
| <b>Hail (2002)</b>                  | Outras informações suplementares                      |
|                                     | Informação da empresa e informação não financeira     |
|                                     | Análise de tendências e discussão e análise de gestão |
|                                     | Risco e informação projetada                          |

**Tabela 2 – Construção de índice de divulgação voluntária e suas categorias  
(continuação)**

|                                      |   |
|--------------------------------------|---|
| <b>Eng e Mak (2003)</b>              | Informação geral e corporativa                              |
|                                      | Estratégia corporativa                                      |
|                                      | Discussão sobre gestão e análises                           |
|                                      | Prospetiva futura   |
|                                      | Outras informações estratégicas úteis                       |
|                                      | Informação sobre funcionários                               |
|                                      | Outras informações não financeiras úteis                    |
|                                      | Indicadores de desempenho                                   |
|                                      | Rácios financeiros  |
|                                      | Outros rácios úteis   |
|                                      | Informação projetada  |
| Informação sobre moeda estrangeira   |   |
| Outras informações financeiras úteis |   |
| <b>Lopes e De Alencar (2008)</b>     | Informação geral sobre a empresa                            |
|                                      | Relações entre funcionários e gestores                      |
|                                      | Informação não financeira sobre mercados, vendas e produtos |
|                                      | Previsões   |
|                                      | Discussão e análise sobre dados financeiros                 |
| Outras informações                   |   |
| <b>Allegrini e Greco (2011)</b>      | Informação financeira                                       |
|                                      | Informação projetada  |
|                                      | Dados do mercado de capitais                                |
|                                      | Informação estratégica                                      |
|                                      | Informação sobre o risco                                    |
|                                      | Informação sobre sustentabilidade                           |

### **2.3 Relação entre Divulgação de Informação e Custo de Capital**

Existem duas abordagens de investigação, numa perspetiva teórica, que sustentam a associação negativa geralmente aceite entre a qualidade da divulgação e o custo de capital próprio (Botosan, 1997 e Hail, 2002). A primeira abordagem procura saber qual o impacto do aumento da divulgação na liquidez do mercado de ações e a segunda abordagem relaciona os relatórios das empresas com o risco estimado.

A ideia que está por detrás da primeira abordagem é a de que, devido à falta de liquidez do mercado e ao desinteresse de investidores pelas suas ações, as empresas facilitem o acesso às informações privadas reduzindo, assim, o seu custo de capital. Por seu turno, a segunda abordagem tem em conta o facto de a empresa tentar reduzir o risco estimado por parte dos investidores, através de uma maior divulgação da sua informação.

Na literatura existem vários casos de estudo empíricos relevantes na área.

Botosan (1997) foi uma das primeiras autoras a explorar esta relação entre a divulgação de informação e o custo de capital. A sua amostra considerava 122 empresas do ramo da indústria de fabricação de máquinas norte-americanas. A autora construiu um índice de divulgação baseado em investigações prévias e que englobava informações sobre as empresas e mercados, uma base histórica de 5 a 10 anos, estatísticas chave não financeiras e projeções financeiras.

A medição do custo de capital próprio foi efetuada pelo modelo de avaliação de ações de Ohlson (1995)<sup>1</sup> e Feltham e Ohlson (1995)<sup>2</sup>, em que o preço é determinado em função de variáveis extraídas da contabilidade, como o lucro e património líquido. A sua hipótese foi testada através de um modelo de regressão linear, sendo a variável dependente o custo de capital próprio, e as variáveis independentes o nível de divulgação, o beta da empresa e o tamanho. A fórmula usada foi a seguinte.

$$P_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} (1+r)^{-\tau} E_t[d_{t+\tau}] \quad (8)$$

Onde:

$P_t$  = preço das ações de mercado da empresa  $t$ ,

$E_t[d_{t+\tau}]$  = dividendos esperados da empresa  $t$ ,

$r$  = custo de capital próprio.

Botosan (1997) concluiu que existia uma relação positiva entre o custo de capital próprio e o beta da empresa e uma relação negativa entre o custo de capital próprio e o tamanho da

---

<sup>1</sup> Trata-se de um modelo muito detalhado e volumoso e que depende de três premissas: valor de mercado e dividendos esperados, lucro líquido e comportamento dos lucros residuais. Deste modo, o Modelo *Residual Income Valuation* (RIV) é apresentado pela seguinte fórmula:  $P_t = PL_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} Rf^{-\tau} E_f[La_t + \tau]$ .

<sup>2</sup> Modelo igual ao usado por Ohlson (1995).

empresa, sendo ambas estatisticamente significativas. Já no que dizia respeito à relação entre o custo de capital próprio e a divulgação de informação, apesar de apresentar um coeficiente negativo, não mostrou uma relação significativa do ponto de vista estatístico.

Posteriormente a este estudo, Botosan e Plumlee (2002) voltaram a examinar a relação entre a divulgação de informação e o custo de capital próprio, usando três tipos de divulgação: relatórios anuais, relatórios trimestrais e outras relações e informações com os investidores. Esta nova pesquisa abrangeu um maior número de empresas e um período de tempo mais longo, o que resultou em 3.618 observações. O custo de capital próprio foi estimado a partir da forma clássica de descontos de dividendos, com um horizonte de 4 anos, e as variáveis de controlo usadas foram o beta e o tamanho. A fórmula utilizada foi a seguinte:

$$P_0 = \sum_{t=1}^5 \frac{dps_t}{(1 + r_{BP})^t} + \frac{P_5}{(1 + r)^5} \quad (9)$$

Onde,

$P_0$  = preço na data  $t=0$ ,

$P_5$  = preço na data  $t=5$ ,

$r$  = custo de capital próprio estimado,

$dps_t$  = dividendo por ação na data  $t$ .

As autoras concluíram que existe uma associação negativa entre o custo de capital próprio e o nível de divulgação anual, mas uma associação positiva com a divulgação trimestral, explicando que esta associação positiva poderá derivar do provável aumento na volatilidade dos preços.

Num outro estudo, Hail (2002) usou como amostra 73 empresas suíças não financeiras. Para estimar o custo de capital próprio, utilizou a equação usada por Gebhardt *et al.* (2001), que impõe o pressuposto de que a rentabilidade sobre o património líquido da empresa reverte para o património líquido da indústria:

$$\begin{aligned}
P_t &= B_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t[NI_{t+i} - r_e B_{t+i-1}]}{(1 + r_e)^i} \\
&= B_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t[(ROE_{t+i} - r_e)B_{t+i-1}]}{(1 + r_e)^i} \quad (10)
\end{aligned}$$

Onde,

$P_t$  = das ações de mercado à data  $t$ ,

$B_t$  = valor contabilístico à data  $t$ ,

$E_t[.]$  = expectativa com base em informações disponíveis no tempo  $t$ ,

$NI_{t+i}$  = lucro líquido para o período  $t+i$ ,

$r_e$  = custo do capital próprio,

$ROE_{t+i}$  = rentabilidade após os impostos sobre o capital próprio para o período  $t+i$ .

O índice de divulgação de informação utilizado por Hail (2002), desenvolvido pelo *Swiss Banking Institute* na Universidade de Zurique, consistia em 27 itens classificados em 3 grupos: informação não financeira, análises de tendências e valores e informações futuras. Como variáveis de controlo foram usados o beta da empresa, alavancagem e logaritmo do valor de mercado da empresa como medida de tamanho. Nas várias regressões testadas foi encontrada uma relação negativa entre a divulgação e o custo de capital próprio.

Francis *et al.* (2005) analisaram a relação entre o nível de divulgação voluntária e a necessidade de financiamento externo, e a relação entre o nível de divulgação e o custo de capital próprio. Para a primeira análise, a sua amostra foi de 672 observações de empresas de 34 países. Numa segunda análise, a amostra foi reduzida para 274 observações de 23 países, em função dos dados disponíveis.

Como medida de divulgação, os autores utilizaram o índice do CIFAR, composto por 90 itens dispostos pelas categorias: demonstração de resultados, balanço patrimonial, informações gerais, demonstração de fundos e fluxos, evidenciação dos critérios contabilísticos, informação aos acionistas e outras informações suplementares.

Uma vez que a divulgação de informação é diferente de país para país (no que diz respeito a divulgação obrigatória e divulgação voluntária), os autores relacionaram as observações

individuais de cada empresa com a pontuação mínima obtida no seu país de origem. Já o custo de capital próprio foi estimado através do modelo de Ohlson e Juettner-Nauroth (2005):

$$r_{PEG} = \sqrt{\frac{eps_2 - eps_1}{P_0}} \quad (11)$$

Onde:

$r_{PEG}$  = ex-ante do custo de capital próprio,

$eps_1$  = previsão dos analistas do lucro por ação no ano seguinte,

$eps_2$  = previsão dos analistas do lucro por ação nos 2º ano seguinte,

$P_0$  = preço por ação no final do ano fiscal.

Esta equação impõe o pressuposto do crescimento zero para lucros anormais da empresa ao longo do horizonte temporal projetado. Como variáveis, os autores utilizaram: alavancagem, rentabilidade, tamanho e variabilidade dos lucros como medida de dispersão.

Como resultados desta análise foram encontradas associações negativas e estatisticamente significativas entre o custo de capital próprio e os índices de divulgação de informação em todos os testes realizados, indicando também que os incentivos do nível de divulgação das empresas são independentes consoante os países da amostra.

Num estudo realizado por Espinosa e Trombetta (2007), no qual se relata a relação entre o custo de capital e a divulgação de informação no mercado espanhol, sendo este o objetivo principal da investigação dos autores. No entanto, estes basearam-se na ideia de que existe uma variável que está em falta em todos os modelos já estudados anteriormente, a escolha da política contabilística.

Os autores defendem que as empresas podem reduzir o seu custo de capital através de dois meios de comunicação possíveis: a escolha de uma política contabilística específica entre as opções deixadas em aberto pela regulamentação e a escolha do nível de divulgação de informações de valor relevante. Eles argumentam ainda que as empresas que adotam políticas contabilísticas mais conservadoras podem não sentir necessidade de acrescentar informações adicionais nas suas divulgações, dado que a sua “qualidade” já foi comunicada através da escolha de uma política contabilística menos vantajosa. Por outro lado, as empresas que adotarem políticas contabilísticas mais agressivas podem usar a divulgação de informação

como meio de mitigar os efeitos negativos que a escolha da política contabilística mais vantajosa pode ter criado no mercado de capital.

Para este estudo, Espinosa e Trombetta (2007) utilizaram como amostra empresas espanholas cotadas, para o período de 1998 e 2001. O modelo utilizado foi o modelo proposto por Fama e MacBeth (1973):

$$r_t = \alpha + \beta_1 DISC_{t-1} + \beta_2 BETA_t + \beta_3 LEV_{t-1} + \beta_4 LNMKVAL_{t-1} + \varepsilon_t \quad (12)$$

Onde:

$r_t$  = *ex-ante* de custo de capital próprio,

DISC = índice de qualidade da divulgação de informação,

BETA = beta de mercado,

LEV = rácio de endividamento,

LNMKVAL = logaritmo natural da capitalização do mercado.

Já quanto ao cálculo do custo de capital, os autores usaram o modelo proposto por Gebhardt *et al.* (2001). Como variável dependente escolheram o custo de capital próprio. Como variáveis independentes foram usados o beta, índice de alavancagem e o tamanho.

Com isto, os autores concluem que a relação entre a divulgação de informação financeira e o custo de capital é afetada pela escolha da política contabilística. Ou seja, quando a escolha da política não está subjacente à estimativa do modelo, não se encontrou qualquer evidência significativa favorável na relação da divulgação e do custo de capital próprio. No entanto, quando a política contabilística é considerada, verifica-se uma relação contrária nas empresas agressivas.

Também em 2007, foi publicado outro estudo de Kristandl e Bontis (2007) que analisaram 95 empresas austríacas, alemãs, suecas e dinamarquesas, através dos seus relatórios de contas referente ao ano de 2004. Os autores construíram o seu próprio índice de divulgação (VRSCORE) que permitiu medir a posição e o nível de divulgação corporativo através de uma pontuação. Este índice de divulgação mede e avalia o nível de divulgação corporativo numa escala e através de uma pontuação obtida. A construção deste índice tem em conta três categorias: informações baseadas no mercado de capitais, capital intelectual e estratégia e desempenho.

Quanto ao cálculo do custo de capital, os autores basearam-se no modelo clássico de descontos de dividendos e do modelo de Ohlson (1995) e Feltham e Ohlson (1995), fazendo uma junção dos dois modelos. Quanto às variáveis, o custo de capital próprio foi definido como variável dependente, quanto que as variáveis independentes definidas foram tamanho das empresas, beta, prémio de risco e dois diferenciais de índice de divulgação (histórico e orientado para o futuro).

Com estes elementos, os autores confirmaram o impacto da divulgação voluntária da informação no custo do capital próprio das empresas. Contudo, também concluíram que o custo de capital próprio é negativamente associado com a divulgação orientada para o futuro, e positivamente associado com a divulgação voluntária histórica.

Lopes e De Alencar (2010) observaram o mercado brasileiro. A sua investigação consistiu na construção de um Índice de Divulgação Brasileiro (BCDI), tendo sido aplicado às 50 ações mais líquidas negociadas (o qual exclui instituições financeiras) na Bolsa de São Paulo, para os anos de 1998 a 2005.

A sua investigação baseou-se em dados obtidos através de fontes públicas de informação, relatórios anuais, *sites*, e arquivos dos Valores Mobiliários. Os autores acreditavam que o seu Índice fornecia uma visão mais abrangente das políticas de divulgação corporativa do Brasil.

Para a medição do custo de capital, Lopes e De Alencar (2010) utilizaram o modelo proposto por Ohlson e Juettner-Nauroth (2005), que já havia sido utilizado por Francis *et al.* (2005). A variável dependente definida foi o custo de capital próprio e as variáveis independentes foram: índice de divulgação BCDI, tamanho, beta, rácio da dívida do capital, rendibilidade sobre os ativos operacionais calculados sobre o lucro esperado, crescimento anual, dívida externa.

Assim, Lopes e De Alencar (2010) evidenciam que existe uma associação negativa significativa entre a divulgação de informação e o custo de capital das empresas da amostra.

Recentemente, Petrova *et al.* (2012) publicaram um artigo sobre a relação do custo de capital próprio e divulgação de informação voluntária, tendo como amostra 121 empresas suíças presentes na Bolsa suíça.

Para este estudo, foi usado para medição do custo de capital próprio o modelo de avaliação residual, usado originalmente por Gebhardt *et al.* (2001). Já o índice de divulgação foi construído tendo por base o questionário de Botosan (1997) e relatórios e contas das empresas do ano de 2008. Estes autores escolheram como variáveis independentes: índice de alavancagem, beta, tamanho da empresa, política contabilística e outros, como dados ambientais.

Os autores chegaram à conclusão de que existe uma negativa e significativa relação entre o custo de capital próprio e a divulgação de informação.

Sieber e Oberdorster (2014) apresentam um estudo onde questionam se a divulgação de informação estratégica proporciona informação útil para a tomada de decisão do investidor. Os autores examinam esta questão relacionando o nível de divulgação voluntária estratégica com o custo de capital próprio e com as diferenças entre as cotações de compra e venda e volume de negociação. A amostra é composta por 100 empresas cotadas na bolsa Alemã e compreende o período 2002 a 2008, período que antecedeu a crise financeira global.

Quanto ao modelo deste estudo os autores consideraram a pontuação da divulgação estratégica a variável independente, tendo construído um índice de divulgação que foca, sobretudo, fases do processo de estratégia e identifica informação recolhida na estratégia do nível corporativo. Como variáveis dependentes os autores escolheram o custo de capital próprio, diferença entre cotações de compra e venda, volume de negócios, valor de mercado, beta de mercado, endividamento, volatilidade anual do preço de ação e rendibilidade.

Relativamente à medição do custo de capital próprio foi usado o modelo proposto por Gebhardt *et al.* (2001) e Hail (2002).

Assim, os autores chegaram à conclusão que aumentar os níveis de divulgação voluntária estratégica está negativamente associada ao custo de capital próprio.

Através dos estudos empíricos apresentados anteriormente, estes podem ser resumidos da seguinte forma:

**Tabela 1 – Estudos empíricos sobre relação do *disclosure* com o custo de capital**

| <i>Autor</i>                          | <i>Âmbito Geográfico</i>             | <i>Modelos usados para cálculo do custo de capital</i>                              | <i>Modelos usados para cálculo do nível de divulgação de informação</i>            | <i>Variáveis de controlo</i>  | <i>Resultados</i>   |
|---------------------------------------|--------------------------------------|---|--|---|---|
| <b>Botosan (1997)</b>                 | Estados Unidos da América            | Ohlson (1995) e Feltham & Ohlson (1995)   | índice desenvolvido pela autora  | Var. Dep: custo de capital próprio<br>Var. Indep: Beta, tamanho e nível de divulgação                   | Todas as empresas da amostra: associação negativa, mas não significativa estatisticamente |
| <b>Botosan &amp; Plumlee (2002)</b>   | Estados Unidos da América            | forma clássica de descontos de dividendos e Ohlson (1995) e Feltham & Ohlson (1995) | índice AIMR  | Var. Dep.: custo de capital próprio<br>Var. Indep.: Beta e Tamanho                                      | Divulgação anual: associação negativa<br>Divulgação trimestral: associação positiva       |
| <b>Hail (2002)</b>                    | Suíça                                | Gebhardt <i>et al.</i> (2001)   | índice desenvolvido pelo <i>Swiss Banking Institute</i> na Universidade de Zurique | Var. Dep.: custo de capital<br>Var. Indep.: Beta, Tamanho, Alavancagem e Valor mercado da empresa       | Associação negativa   |
| <b>Francis <i>et al.</i> (2005)</b>   | países de todos os continentes       | Easton (2004)   | índice CIFAR   | Var. Dep.: custo de capital próprio<br>Var. Indep.: Alavancagem, Rendibilidade, Tamanho e Lucros        | Associação negativa   |
| <b>Espinosa &amp; Trombeta (2007)</b> | Espanha                              | Fama & Macbeth (1973) e Gebhardt <i>et al.</i> (2001)                               | índice baseado em pontuações dadas por revista económica                           | Var. Dep: custo de capital próprio<br>Var. Indep: Beta, tamanho e alavancagem                           | Associação negativa   |
| <b>Kristandl e Bontis (2007)</b>      | Aústria, Alemanha, Suécia, Dinamarca | forma clássica de descontos de dividendos e Ohlson (1995) e Feltham & Ohlson (1995) | índice desenvolvido pelos autores baseado em várias investigações                  | Var. Dep: custo de capital próprio<br>Var. Indep.: Beta, Tamanho, nível de divulgação e prêmio de risco | Divulgação histórica: associação positiva<br>Divulgação "futura": associação negativa     |

**Tabela 1 – Estudos empíricos sobre relação do *disclosure* com o custo de capital  
(continuação)**

|                                      |          |                                      |  |   |                     |
|--------------------------------------|----------|--------------------------------------|--|---|---------------------|
| <b>Lopes &amp; De Alencar (2010)</b> | Brasil   | Ohlson & Juetnner-Nauroth (2005)     | uso de um índice próprio, estruturado a partir do índice de Botosan (1997) | Var. Dep: custo de capital próprio<br>Var. Indep: relação mercado, tamanho, beta, rácio da dívida do capital, rendibilidade sobre os ativos operacionais calculados sobre o lucro esperado, crescimento anual, dívida externa | Associação negativa |
| <b>Petrova <i>et al.</i> (2012)</b>  | Suíça    | Gebhardt et al. (2001)               | uso de um índice próprio, estruturado a partir do índice de Botosan (1997) | Var. Dep: custo de capital próprio<br>Var. Indep: tamanho, beta, alavancagem, política contabilística, outros   | Associação negativa |
| <b>Sieber e Oberdorster (2014)</b>   | Alemanha | Gebhardt et al. (2001) e Hail (2002) | índice desenvolvido pelos autores baseado em várias investigações          | Var. Dep: divulgação voluntária estratégica<br>Var. Indep: custo de capital próprio, cotações de compra e venda, volume de negócios, valor de mercado, beta, endividamento, volatilidade, rendibilidade.                      | Associação negativa |

## **3. Estudo Empírico**

---

### **3.1 Enquadramento**

Este capítulo destina-se à apresentação dos principais aspetos metodológicos do estudo empírico, baseados na revisão de literatura efetuada anteriormente.

Deste modo, iniciamos com a apresentação dos objetivos específicos e das hipóteses a serem investigadas. Segue-se a apresentação e caracterização da amostra, bem como a exposição do modelo utilizado. Por fim, apresentamos e analisamos os resultados.

De facto, considerando que nos últimos anos tem-se verificado um aumento do interesse público no que diz respeito a informações sobre ativos intangíveis, ambiente e responsabilidade social, gerou-se uma necessidade crescente de divulgação de informação numa base mais alargada, com reflexo no relato financeiro.

Este tipo de divulgação voluntária e não voluntária de informação por parte das empresas, prende-se sobretudo com a imagem verdadeira e apropriada que querem transmitir às partes interessadas. Por outro lado, verifica-se cada vez mais, um aumento do número de empresas que acedem aos mercados de capitais o que gera um aumento do interesse público e origina uma necessidade crescente de maior divulgação de informação por parte das empresas.

### **3.2 Objetivos e hipóteses**

Tendo em conta os objetivos gerais desta investigação, os objetivos específicos deste estudo empírico são:

- Criar/adaptar um índice de divulgação de informação a aplicar às empresas cotadas do PSI20;
- Analisar a evolução da divulgação voluntária e não voluntária de informação nos períodos de 2008 a 2012;
- Verificar se existe relação entre a divulgação de informação das empresas cotadas portuguesas e o respetivo custo de capital.

As hipóteses de investigação a que se pretende dar resposta são:

**HI:** O Custo de Capital é influenciado pela divulgação de informação:

**HI.1:** relação positiva;

**HI.2:** relação negativa.

Para a sua realização, procedeu-se à análise das contas anuais e relatórios de gestão das sociedades comerciais disponibilizados pelas empresas, em formato digital, sendo que estes dados estão disponibilizados via internet nos *websites* das respetivas empresas.

### **3.3 Seleção e Caracterização da Amostra**

Neste estudo serão analisadas informações disponibilizadas nos relatórios e contas das empresas cotadas no PSI 20 do Mercado de Cotações Oficiais do *NYSE Euronext* Lisboa, sendo estas empresas representativas do mercado bolsista português, uma vez que inclui diversos setores de atividade e porque se julga serem aquelas às quais se impõe um relato mais exigente e por apresentarem um maior impacto económico a nível nacional.

O índice reflete a evolução dos preços das 20 empresas com maior dimensão e liquidez do universo das empresas admitidas à negociação em todo o mercado português, bem como o desenvolvimento da gestão coletiva em fundo de ações e, claro, a cada vez maior sofisticação dos instrumentos financeiros. A carteira do PSI 20 é revista de 6 em 6 meses, de forma ordinária. Extraordinariamente, o índice poderá ser revisto em situações excecionais como a exclusão ou suspensão da negociação de algum título que o integra.

Contudo, neste estudo consideramos uma amostra de 21 empresas, em vez das normais 20 empresas que o PSI 20 é constituído, tendo sido selecionadas todas as empresas no período estudado e com informações disponíveis.

Para se proceder à avaliação do nível de divulgação, foram recolhidas as Contas e os Relatório de Gestão Consolidados das empresas da amostra e que se encontram disponíveis *online*. Estas sociedades devem ainda cumprir as regras de divulgação de informação estabelecidas pela CMVM através do Regulamento da CMVM nº1/2010 sobre o Governo das Sociedades Cotadas.

Deste modo a nossa amostra é composta pelas ações das vinte e uma maiores empresas cotadas na bolsa de valores. Na Tabela 2 apresentamos as empresas listadas no índice referido<sup>3</sup>.

**Tabela 2 – Empresas do PSI 20**

Empresas que cotaram no PSI 20 no período compreendido entre 2000 a 2012, com dados disponíveis *online*.

|     | <i>Empresas</i>                | <i>Setor de atividade</i> | <i>Código ICB</i> |
|-----|--------------------------------|---------------------------|-------------------|
| 1.  | ALTRI SGPS                     | Indústria                 | 2727              |
| 2.  | BCP                            | Financeiro                | 8355              |
| 3.  | BES                            | Financeiro                | 8355              |
| 4.  | BPI                            | Financeiro                | 8355              |
| 5.  | BANIF SA                       | Financeiro                | 8355              |
| 6.  | COFINA, SGPS                   | Consumo de Serviços       | 5557              |
| 7.  | ESPÍRITO SANTO FINANCIAL GROUP | Financeiro                | 8355              |
| 8.  | EDP                            | Utilidades                | 7535              |
| 9.  | EDP RENOVÁVEIS                 | Utilidades                | 7537              |
| 10. | GALP ENERGIA                   | Petróleo e Gás            | 537               |
| 11. | NOVABASE, SGPS                 | Tecnologia                | N/D               |
| 12. | J.MARTINS, SGPS                | Consumo de Serviços       | 5337              |
| 13. | MOTA ENGIL                     | Indústria                 | 2357              |
| 14. | P.TELECOM                      | Telecomunicações          | 6535              |
| 15. | PORTUCEL                       | Material Básico           | 1737              |

<sup>3</sup> No Anexo I encontra-se a apresentação, por empresa, da respetiva classificação setorial e principais características.

**Tabela 2 – Empresas do PSI 20 (continuação)**

|     |                  |                     |      |
|-----|------------------|---------------------|------|
| 16. | REN              | Utilidades          | 7535 |
| 17. | SEMAPA           | Material Básico     | 1737 |
| 18. | SONAE            | Consumo de Serviços | 5337 |
| 19. | SONAE IND., SGPS | Indústria           | 2353 |
| 20. | SONAECOM, SGPS   | Telecomunicações    | 6575 |
| 21. | ZON MULTIMÉDIA   | Financeiro          | 8775 |

Fonte: NYSE Euronext Lisbon

Estas empresas são classificadas por setor de atividade, de acordo com o sistema de classificação do *Industry Classification Benchmark* (ICB<sup>4</sup>).

### 3.4 Modelo

Para determinar a relação existente entre a divulgação de informação e o custo de capital, partimos da metodologia desenvolvida por Francis *et al.*(2005), e amplamente seguida em estudos posteriores.

Neste trabalho irão ser utilizadas técnicas de estatística descritiva e de análise explanatória dos dados recolhidos. Desta forma, serão realizadas análises univariadas e multivariadas.

A maior parte das pesquisas feitas por diversos autores a nível mundial, que relacionam o custo de capital com a nível de divulgação de informação, apresentam a mesma problemática a nível metodológico: nem o nível de divulgação nem o custo de capital (*ks*) podem ser diretamente observáveis.

Neste caso, a relação a ser investigada pode ser expressa pela seguinte equação:

$$ks = f(\text{disclosure metric, control variables}) \quad (13)$$

---

<sup>4</sup> O ICB é um sistema de classificação de setores desenvolvidos pela FTSE e *Down Jones* e tem como objetivo uniformizar a classificação dos setores a que as empresas cotadas pertencem, permitindo aos investidores dos diversos países e mercados, uma análise mais consistente.

Sendo implementado através do seguinte painel de modelo de dados:

$$ks = \alpha + \beta_1 DISCL + \beta_2 MtoB + \beta_3 SIZE + \beta_4 ROA + \beta_5 LEV \quad (14)$$

Onde,

*ks* - custo de capital próprio;

*DISCL* – pontuação do nível de divulgação de informação;

*MtoB* – valor de mercado da empresa pelo valor contabilístico líquido;

*SIZE* - tamanho da empresa, medido pelo logaritmo natural do valor de mercado;

*ROA* – rentabilidade sobre os ativos;

*LEV* - grau de endividamento ou alavancagem, medido pelo logaritmo do endividamento sobre o valor capital próprio.

### **Variável dependente**

O custo de capital próprio representa as expectativas dos investidores quanto ao risco inerente nos fluxos de caixa futuros. Na qualidade de custo de *ex ante*, e não sendo uma medida observável, é necessário adicionar ao seu valor outras variáveis que sejam observáveis. De acordo com Francis *et al.* (2005), pesquisas feitas anteriormente sugerem várias alternativas para o cálculo desta métrica.

Segundo Botosan (2006) o custo de capital próprio pode ser descrito como a taxa de desconto ajustada ao risco que os investidores aplicam nos fluxos de caixa esperados para chegar ao preço atual da ação. O custo de capital próprio é muitas vezes referido como o custo “esperado” do capital social porque estamos perante um conceito do futuro e que não é diretamente observável no mercado de capitais. Para as empresas de capital aberto o preço das ações é observável mas a expectativa do custo de capital próprio do mercado e os fluxos de caixa futuros não o são.

Desta forma, esta investigação vai seguir a metodologia apontada por Alencar e Lopes (2005), utilizando o modelo do CAPM.

O CAPM decompõe o risco em risco específico e sistemático e onde prevê que o beta é a única razão para a obtenção de resultados expectados. Assim, o custo de capital apresenta a seguinte equação:

$$k_e = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (15)$$

Onde,

$k_e$  = custo de capital próprio,

$R_f$  = rendibilidade dos ativos sem risco,

$R_m$  = rendibilidade esperada do mercado,

$(R_m - R_f)$  = prémio de risco esperado do mercado,

$\beta$  = risco sistemático ou beta do ativo.

O Beta da empresa representa o risco sistemático, sendo este intrínseco à empresa.

| <b>Beta</b>   |  |
|---------------|--|
| Símbolo       | $\beta$  |
| Definição     | O coeficiente $\beta$ apresenta-se como o nível de risco, sendo calculado pela seguinte fórmula: $\beta = \frac{Cov(R_j, R_m)}{\sigma^2(R_m)}$ |
| Fonte         | Elaboração própria   |
| Periodicidade | Anual  |

A escolha do CAPM para este trabalho resulta da informação obtida para a realização dos diversos cálculos, uma vez que a recolha de elementos através dos outros métodos não foi possível por falta de dados do *Datastream*.

O modelo CAPM é um modelo de carácter simples, centrado num fator influente do preço do título financeiro, voltado para o mercado geral, tornando este o único fator incerto do qual depende o retorno esperado de um título financeiro. Ao contrário dos outros modelos que consideram dois ou vários fatores macroeconómicos, influenciadores do retorno no investimento de um título, tornam a análise mais complexa e dispersa do seu objetivo, havendo também a possibilidade de certos dados para a análise não serem fidedignos.

### **Variável independente**

- Divulgação de Informação (DISCL) – trata-se de uma variável não observável, no qual existem duas formas para a sua construção: construção através de indicadores já existentes ou através da construção de um indicador de raiz. Foram construídos dois índices de divulgação em que a única diferença existente entre os dois é a mediação da pontuação.

### Variáveis de controlo

O argumento para a escolha das variáveis de controlo selecionadas é o seguinte:

- *Market-to-Book* (MtoB): este rácio define-se como a relação entre o valor de uma empresa no mercado e o valor registado contabilisticamente. O valor de mercado é obtido através das ações em circulação de determinada empresa em um determinado momento. Este rácio é um dos indicadores mais estudados no processo de análise das ações.

| <i>Market-to-Book</i> |   |
|-----------------------|---|
| Símbolo               | <i>MtoB</i>   |
| Definição             | É o valor de cada ação multiplicado pelo número de ações ordinárias. Este indicador é atualizado sempre que existem novas emissões ou mudanças de capital. O valor de mercado é expresso em Euros.<br>$MtoB = \text{preço por ação} \times \text{quantidade}$ |
| Fonte                 | Base de Dados <i>Datastream</i> , de <i>Thompson Financial</i>  |
| Periodicidade         | Anual   |

- Tamanho (*SIZE*) – esta é uma das variáveis mais importantes neste tipo de investigações por afetar tanto o custo de capital como a divulgação. As grandes empresas divulgam mais informação do que as pequenas empresas, o que leva a um menor risco.

| <b>Tamanho</b> |   |
|----------------|---|
| Símbolo        | <i>SIZE</i>   |
| Definição      | É utilizado o logaritmo natural do valor de mercado.<br>$Size = \ln(\text{valor de mercado})$ |
| Fonte          | Base de Dados <i>Datastream</i> , de <i>Thompson Financial</i>                                |
| Periodicidade  | Anual   |

- Rendibilidade sobre ativos (*ROA*) – refere-se à rendibilidade global porque as empresas mais lucrativas são mais propensas a divulgar informações sobre os ativos aos *stakeholders* externos.

| <b>Rendibilidade sobre Ativos</b> |   |
|-----------------------------------|---|
| Símbolo                           | <i>ROA</i>  |
| Definição                         | É o rácio anual financeiro entre o resultado líquido e o total do ativo obtido no Balanço.<br>$ROA = \frac{Net\ Profit}{Total\ Assets}$ |
| Fonte                             | Base de Dados <i>Datastream</i> , de <i>Thompson Financial</i>  |
| Periodicidade                     | Anual   |

- Grau de endividamento (LEV) – esta variável é destinada a controlar o acesso a recursos externos de financiamentos. É esperada uma relação negativa entre o endividamento e o custo do capital próprio, uma vez que quanto maior o grau de endividamento maior é o grau de transparência exigido.

| <b>Grau de Endividamento</b> |  |
|------------------------------|--|
| Símbolo                      | <i>LEV</i>   |
| Definição                    | É o rácio anual financeiro medido pelo logaritmo natural do endividamento da empresa sobre o valor do capital próprio.<br>$Lev = \log\left(\frac{dívida}{capital\ próprio}\right)$ |
| Fonte                        | Base de Dados <i>Datastream</i> , de <i>Thompson Financial</i>   |
| Periodicidade                | Anual  |

Estas variáveis foram usadas em várias investigações anteriores, sendo as mais relevantes as pesquisas de Francis *et al.* (2005), Alencar (2007) e Lopes e Alencar (2010).

### **Medição do Índice de Divulgação Voluntária**

Para comprovar as nossas hipóteses, foram desenvolvidos dois questionários com 41 itens relevantes. Estes índices foram criados tendo por base o índice desenvolvido por Botosan (1997) e Francis *et al.*, (2005) e basearam-se, também, nas recomendações do FASB (2001) e CMVM (2010), onde foram feitas as devidas adaptações para que fosse adequado ao mercado bolsista português. Importa referir que os questionários desenvolvidos não foram enviados para as empresas mas foi preenchido com base em todos os Relatórios e Contas Consolidadas

e Relatórios sobre o Governos das Sociedades publicados das empresas da nossa amostra para os anos de 2008 a 2012<sup>5</sup>.

Deste modo, o questionário foi construído tendo como principais tópicos:

- Informações gerais da empresa – tem em conta aspetos gerais sobre a empresa, como a meta que pretende alcançar, estratégia corporativa, descrição do negócio, principais produtos e mercados, ações em Bolsa, entre outros;

| <b>1. Informações gerais da empresa</b> |   |
|---|---|
| 1.1                                     | O Relatório de Gestão descreve qual a declaração das metas e/ou objetivos da Empresa?         |
| 1.2                                     | O Relatório de Gestão define algum tipo de apresentação da estratégia corporativa da Empresa? |
| 1.3                                     | O Relatório de Gestão faz uma descrição geral do negócio da Empresa?                          |
| 1.4                                     | O Relatório de Gestão define quais são os principais produtos da Empresa?                     |
| 1.5                                     | O Relatório de Gestão define quais são os principais mercados da Empresa?                     |
| 1.6                                     | O Relatório de Gestão descreve qual a avaliação e política de avaliação do risco da Empresa?  |
| 1.7                                     | O Relatório de Gestão menciona se existe Investigação e Desenvolvimento em curso?             |
| 1.8                                     | O Relatório de Gestão menciona quais as projeções futuras que a Empresa pretende?             |
| 1.9                                     | O Relatório de Gestão menciona o nº de ações em Bolsa da Empresa?                             |
| 1.10                                    | O Relatório de Gestão identifica quem são os principais concorrentes da Empresa?              |
| 1.11                                    | Existem outras informações relevantes mencionadas?  |

- Histórico dos resultados da empresa – recai sobre rácios apresentados pela empresa, assim como divulgação de documentos contabilísticos;

| <b>2. Histórico dos resultados da empresa</b> |  |
|---|--|
| 2.1   | Será que a Empresa informa sobre Rendibilidade sobre ROA ou apresenta informação suficiente para o seu cálculo?        |
| 2.2   | Será que a Empresa informa sobre Rendibilidade sobre o ROE ou apresenta informação suficiente para o seu cálculo?      |
| 2.3   | Será que a Empresa informa sobre a Margem de lucro ou apresenta informação suficiente para calcular a margem de lucro? |
| 2.4   | A Empresa apresenta algum resumo sobre vendas e lucro líquido nos últimos anos?  |
| 2.5   | A Empresa apresenta informação sobre o cálculo do imposto?   |
| 2.6   | A Empresa apresenta as Demonstrações Financeiras, Anexo, Fluxos de Caixa, Relatório de Gestão?                         |

<sup>5</sup> Não foi considerado o período de 2000 a 2007, pois os relatórios e contas mais antigos não se encontram disponíveis para todas as empresas.

- Informações não financeiras da empresa – relacionam-se com os aspetos não financeiros, tais como número de funcionários, remunerações médias, lançamento de novos produtos, preços unitários dos bens, etc;

| <b>3. Informações não financeiras da empresa</b> |  |
|--|--|
| 3.1  | A Empresa menciona o número de trabalhadores?  |
| 3.2  | A Empresa menciona qual a remuneração média por trabalhador?                               |
| 3.3  | A Empresa menciona qual a percentagem de vendas sobre lançamento de novos produtos?        |
| 3.4  | A participação da Empresa na Bolsa é mencionada?   |
| 3.5  | As vendas estão detalhadas por produtos ou segmentos?                                      |
| 3.6  | Os preços unitários (preços médios) dos produtos/bens são mencionados?                     |
| 3.7  | Existe informação sobre lançamento de novos produtos/serviços a serem lançados no mercado? |

- Projeções da empresa – pretende-se saber que tipo de divulgações futuras são mencionadas pela empresa, como por exemplo lançamento de novos produtos, projeções sobre vendas e custos, entre outros; e

| <b>4. Projeções da empresa</b> |  |
|--------------------------------|--|
| 4.1                            | Existe informação sobre a Quota de mercado prevista?                           |
| 4.2                            | Existe informação sobre os Fluxos de caixa previstos?                          |
| 4.3                            | Existe informação sobre as despesas de capital e/ou despesas de I&D previstos? |
| 4.4                            | Existe informação sobre os resultados previstos?                               |
| 4.5                            | Existe informação sobre as vendas previstas?                                   |
| 4.6                            | Existe informação sobre os custos previstas?                                   |
| 4.7                            | Existe informação sobre alterações dos preços?                                 |

- Gestão da empresa: discussão e análise – informações retiradas do Anexo, onde se tenta perceber se a informação sobre as várias rúbricas das Demonstrações Financeiras estão ou não justificadas.

| <b>5. Gestão da empresa: discussão e análise</b> |   |
|--|---|
| 5.1  | Existe algum comentário sobre a variação nas vendas e prestação de serviços?            |
| 5.2  | Existe algum comentário sobre a variação nos Resultados Líquidos?                       |
| 5.3  | Existe algum comentário sobre a variação nos custos das matérias consumidas e vendidas? |
| 5.4  | Existe algum comentário sobre a variação nos gastos do pessoal/administradores?         |
| 5.5  | Existe algum comentário sobre a variação nas contas a receber?                          |
| 5.6  | Existe algum comentário sobre a variação no inventário?                                 |
| 5.7  | Existe algum comentário sobre a variação nos ativos fixos?                              |
| 5.8  | Existe algum comentário sobre a variação nos gastos ou rendimentos financeiros?         |
| 5.9  | Existe algum comentário sobre a variação nas despesas de capital e/ou despesas de I&D?  |
| 5.10   | Existe algum comentário sobre a variação da cotação da empresa na Bolsa?                |

Através da análise aos Relatórios e Contas é atribuída a seguinte ponderação ao índice *Disc\_0\_1*:

- nenhuma e/ou pouca informação;
- informação detalhada.

Para determinar o nível de divulgação é atribuída a pontuação de 0 pontos aos itens com valor 0 e é atribuído 1 ponto aos itens com valor 1. Assim, a pontuação máxima atribuída a cada empresa é de 41 pontos.

Contudo, quanto ao índice *Disc\_0\_1\_2* trata-se de um teste de divulgação de informação com o mesmo número de perguntas que o anterior, mas em que a base de ponderação passa a ser a seguinte:

- nenhuma informação;
- pouca informação, comparação de anos;
- informação detalhada.

Para determinar o nível de divulgação é atribuída a pontuação de 0 pontos aos itens com valor 0, é atribuído 1 ponto aos itens com valor 1 e é atribuído 2 pontos aos itens com valor 2. Neste teste, pontuação máxima atribuída a cada empresa é de 82 pontos.

Considera-se que deste modo o questionário poderá proporcionar uma base aceitável e abrangente das políticas de divulgação de informação corporativa.

### **3.5 Apresentação e discussão dos Resultados**

Neste capítulo serão apresentados os resultados e análises da pesquisa empírica bem como da análise estatística. Assim, esta secção será iniciada com as estatísticas descritivas. Seguidamente serão apresentados vários testes relativos à correlação das variáveis e regressões e a conclusão de cada teste efetuado.

O *software* utilizado para o tratamento estatístico dos dados foi o Gretl<sup>6</sup>, através da colocação dos dados em painel.

---

<sup>6</sup> <http://gretl.sourceforge.net/>

### 3.5.1 Estatísticas descritivas

Os valores médios das variáveis utilizadas no modelo, referente ao período de 2000 a 2012, considerando o total das empresas da amostra, encontra-se evidenciado na Tabela seguinte:

**Tabela 3 – Estatísticas descritivas**

Nesta Tabela, além do período completo, apresentamos também uma divisão do período em análise, uma vez que é importante fazer uma análise dos valores médios equiponderados antes e pós entrada da crise financeira em Portugal, e assim tentar perceber se a entrada na crise provocou alguma variação significativa por variáveis.

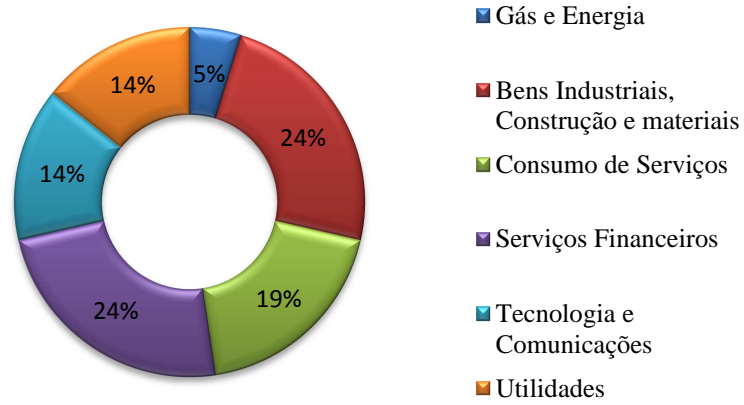
| <i>Variáveis</i>  | <i>Período Completo</i> |                      | <i>2000 a 2007</i> |                      | <i>2008 a 2012</i> |                      |
|-------------------|-------------------------|----------------------|--------------------|----------------------|--------------------|----------------------|
|                   | <i>Média</i>            | <i>Desvio Padrão</i> | <i>Média</i>       | <i>Desvio Padrão</i> | <i>Média</i>       | <i>Desvio Padrão</i> |
| <i>Ks_ot_fixo</i> | 0,5760                  | 2,7481               | 0,5529             | 2,0496               | 0,6022             | 3,3850               |
| <i>ROA</i>        | 0,0185                  | 0,0435               | 0,0167             | 0,0403               | 0,0209             | 0,0478               |
| <i>Size</i>       | 7,0888                  | 1,3949               | 7,1638             | 1,3618               | 6,9907             | 1,4381               |
| <i>MtoB</i>       | 2,5254                  | 3,1226               | 2,7053             | 2,1347               | 2,2802             | 4,1050               |
| <i>Lev</i>        | 0,2728                  | 0,4902               | 0,2305             | 0,4756               | 0,3302             | 0,5506               |
| <i>Disc_0_1_2</i> | 0,6217                  | 0,1038               | n/d                | n/d                  | 0,6217             | 0,1038               |
| <i>Disc_0_1</i>   | 0,5089                  | 0,1013               | n/d                | n/d                  | 0,5089             | 0,1013               |

Através da Tabela 3 pode-se verificar que nem todas as variáveis tiveram o mesmo comportamento, isto é, apenas as variáveis *ROA* e *Lev* viram a sua média aumentar ligeiramente com a entrada da crise financeira em Portugal. Importa lembrar que as variáveis dos índices de divulgação apenas apresentam resultados para o período de 2008 a 2012, pelo que não existe medida de comparação.

É ainda possível afirmar através da Figura 2, que os setores mais representados no PSI 20 à data de 31-12-2012 são os setores Bens Industriais, Construção e materiais, Serviços Financeiros e Consumo de Serviços. Já a Figura 3 mostra o comportamento das variáveis ao longo do período 2000 a 2012.

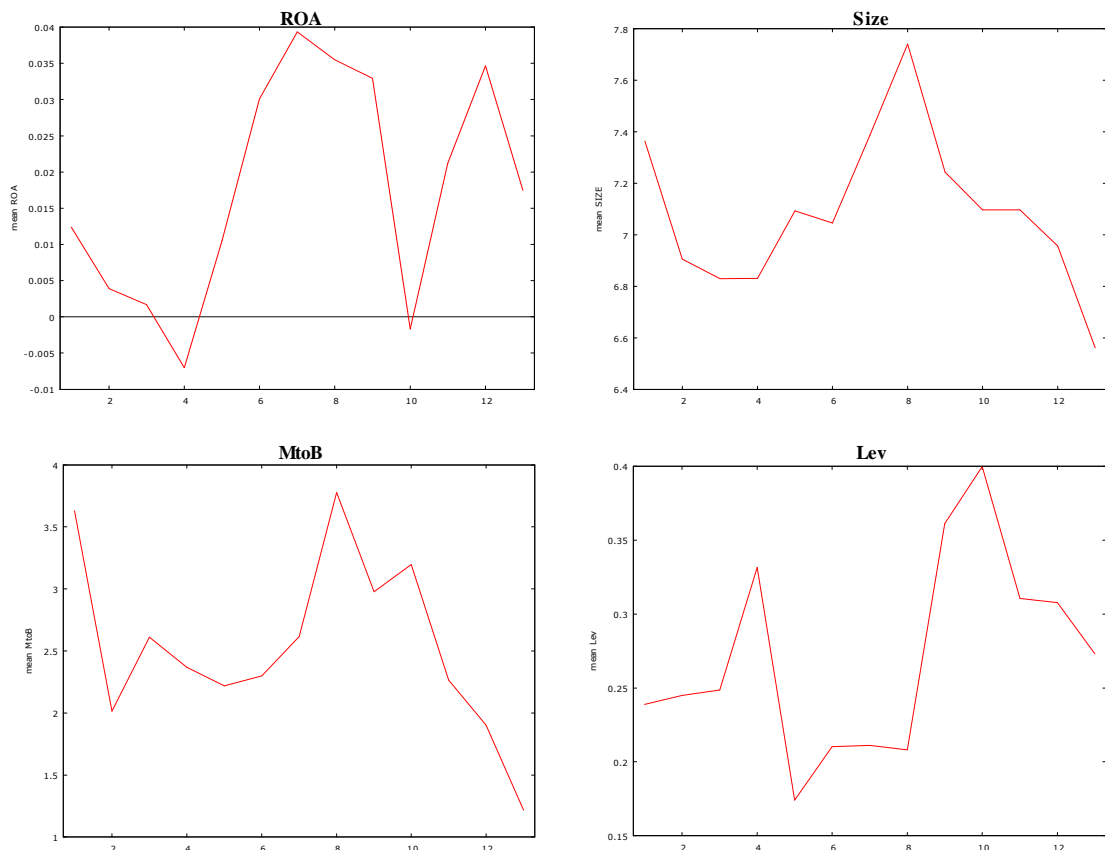
**Figura 2 – Distribuição económica por setor**

Distribuição das empresas da amostra segundo o setor de atividade.

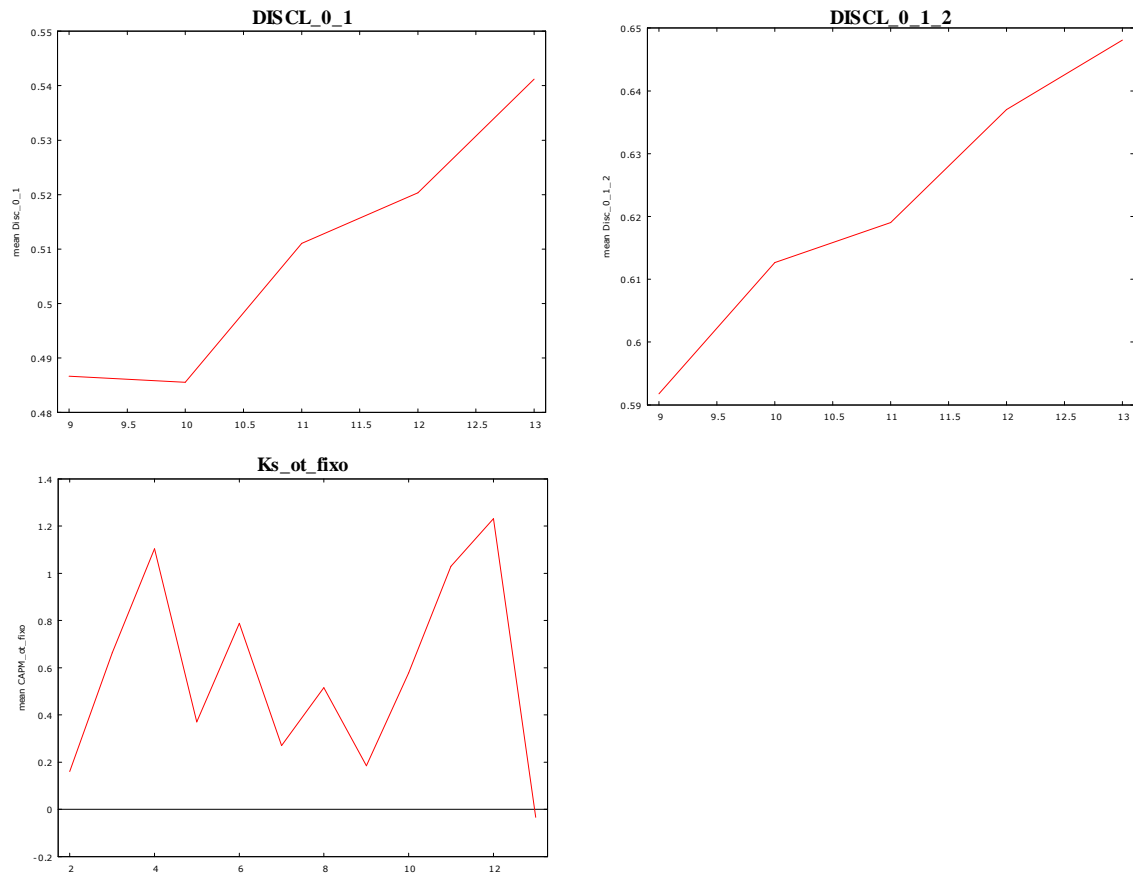


**Figura 3 – Variação média no período 2000 a 2012**

Variação média das variáveis para um período compreendido de 2000 a 2012. As variáveis *Disc\_0\_1* e *Disc\_0\_1\_2* estão compreendidas no período de 2008 a 2012.



**Figura 3 – Variação média no período 2000 a 2012 (continuação)**



### 3.5.2 Teste de Correlação

Foi realizada uma análise de correlação das variáveis para tentar perceber qual a correlação entre elas. Os resultados podem ser observados na Tabela 4.

**Tabela 4 – Teste de Correlação**

Esta Tabela apresenta a matriz coeficientes de correlações para as variáveis consideradas: *ROA* (rendibilidade sobre ativos), *Size* (tamanho da empresa pelo logaritmo natural do valor de mercado), *MtoB* (rácio *market-to-book*), *Lev* (grau de endividamento), *Disc* (índices de divulgação) e *Ks* (custo de capital próprio).

|                   | <i>ROA</i> | <i>SIZE</i> | <i>MtoB</i> | <i>Lev</i> | <i>Disc_0_1_2</i> | <i>Disc_0_1</i> | <i>Ks_ot_fixo</i> |
|-------------------|------------|-------------|-------------|------------|-------------------|-----------------|-------------------|
| <i>ROA</i>        | 1,0000     | 0,2411      | -0,1295     | -0,2653    | 0,3293            | 0,3647          | 0,1928            |
| <i>SIZE</i>       |            | 1,0000      | 0,1212      | -0,0847    | 0,4602            | 0,4429          | 0,0483            |
| <i>MtoB</i>       |            |             | 1,0000      | 0,1037     | -0,0188           | -0,0880         | 0,0739            |
| <i>Lev</i>        |            |             |             | 1,0000     | -0,6043           | -0,5006         | -0,0702           |
| <i>Disc_0_1_2</i> |            |             |             |            | 1,0000            | 0,9247          | -0,0319           |
| <i>Disc_0_1</i>   |            |             |             |            |                   | 1,0000          | -0,0134           |
| <i>Ks_ot_fixo</i> |            |             |             |            |                   |                 | 1,0000            |

Analisando a tabela acima é possível verificar que algumas variáveis se encontram com elevados níveis de correlação, sendo que as maiores correlações são entre a variável *Disc\_0\_1* e a variável *Disc\_0\_1\_2* (0,9247) e entre a variável *Disc\_0\_1\_2* e o *Lev* (0,6043). Podem ser observadas, também outras conclusões como a correlação o *ROA* e *Ks* que apresenta uma relação positiva e significativa.

Pode-se ainda observar que entre os dois índices de divulgação de informação (*Disc*) existe uma relação bastante significativa e positiva, uma vez que se trata de duas variáveis que estão ligadas entre si.

No que diz respeito à variável *Size*, tamanho da empresa medido pelo logaritmo natural do valor de mercado, verifica-se que a sua correlação de 0,46 e 0,44 com os índices de divulgação, o que significa que o tamanho das empresas é um fator importante e que pode determinar a política de divulgação de informação.

Em relação a problemas de multicolinearidade entre as variáveis independentes, fator importante para a elaboração do modelo de regressão, pode-se verificar através da Tabela 4 que não se observam índices com valor superior a 0,60 o que indica que a inexistência de problemas relevantes de multicolinearidade. A exceção é a relação entre os níveis de divulgação pois trata-se de uma relação direta entre estas.

### 3.5.3 Análise de Regressão

Neste ponto do nosso estudo pretende-se desenvolver e analisar diversos testes de regressão sobre as variáveis apresentadas, podendo assim testar as hipóteses apresentadas.

Esta técnica pode ser utilizada para tratar uma variedade de perguntas, podendo também avaliar se determinado conjunto de variáveis é ou não satisfatório por forma a prever um resultado específico. Importa lembrar que a variável dependente será o custo de capital próprio, a variável independente é o índice de divulgação de informação (*Disc\_0\_1\_2*)<sup>7</sup> e como variáveis de controlo temos a rentabilidade sobre ativos (*ROA*), tamanho da empresa através do logaritmo natural do valor de mercado (*Size*), a relação do valor de mercado da empresa e o seu valor contabilístico (*MtoB*) e o grau de endividamento (*Lev*). Para estimação deste modelo será utilizado o método Mínimos Quadrados Ordinários.

A regressão linear simples é a análise de relação entre uma variável dependente e uma outra variável. Neste caso, teremos o custo de capital próprio como variável dependente e como variável independente teremos o índice de divulgação.

O conceito de regressão múltipla é idêntico ao conceito da análise de regressão linear simples exceto que duas ou mais variáveis independentes são usadas simultaneamente para explicarem as variações da variável dependente.

Através da Tabela 5 são apresentados os resultados de vários modelos alternativos de análises de regressões, criadas para investigar o impacto das várias variáveis no custo de capital próprio.

---

<sup>7</sup> Como referido anteriormente neste estudo, foi também criado um índice alternativo de divulgação de informação (*Disc\_0\_1*). Diferentes testes foram também realizados com a variável *Disc\_0\_1*, mostrando resultados semelhantes aos obtidos com a variável *Disc\_0\_1\_2*, embora com ligeira redução dos níveis de influência e de significância estatística.

**Tabela 5 – Resultados da Regressão**

Esta tabela apresenta os resultados dos testes de regressão simples e múltipla através do método dos mínimos quadrados ordinários, no mercado português e para o período 2000-2012. Os painéis apresentam valores para um custo de capital próprio baseado no modelo CAPM, tendo por base a taxa de rendibilidade de obrigações do tesouro emitidas a 10 anos<sup>8</sup> (valores foram retirados do *site* do Banco de Portugal).

|                 | constante | Disc_0_1_2 | ROA        | SIZE    | MtoB   | Lev        | R2     | R2 ajust. |
|-----------------|-----------|------------|------------|---------|--------|------------|--------|-----------|
| especificação 0 | coef.     | 0,7896     | -0,2976    |         |        |            | 0,0001 | -0,0102   |
|                 | p-value   | 7,6573     | 0,9313     |         |        |            |        |           |
| especificação 1 | coef.     | 7,6573     | -10,5520   | 12,0421 |        | -2,5531    | 0,1404 | 0,1114    |
|                 | p-value   | 0,0066 *** | 0,0122 **  | 0,1015  |        | 0,004 ***  |        |           |
| especificação 2 | coef.     | 0,2030     | -1,2565    |         | 0,1707 |            | 0,0045 | -0,0162   |
|                 | p-value   | 0,9321     | 0,7384     |         | 0,5145 |            |        |           |
| especificação 3 | coef.     | 5,8233     | -11,2183   | 0,586   |        | -2,7130    | 0,1295 | 0,1002    |
|                 | p-value   | 0,0565 *   | 0,0110 **  | 0,2106  |        | 0,0021 *** |        |           |
| especificação 4 | coef.     | 6,4592     | -11,7311   | 10,5763 | 0,2730 | -2,4709    | 0,1490 | 0,1103    |
|                 | p-value   | 0,0358 **  | 0,0078 *** | 0,1590  | 0,3477 | 0,0055 *** |        |           |
| especificação 5 | coef.     | 1,2821     | -2,4434    | 11,1311 | 0,0720 | 0,1384     | 0,1693 | 0,1161    |
|                 | p-value   | 0,711      | 0,6410     | 0,1331  | 0,8072 | 0,1122     |        |           |

\*\*\*, \*\*, \* Estatisticamente significativo ao nível de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

<sup>8</sup> Foram também realizados testes para a variável custo de capital próprio determinado com base numa taxa de rendibilidade de obrigações do tesouro emitidas a 10 anos – Alemanha, e que apresentava resultados muito semelhantes ao verificado em *Ks\_ot\_fixo*.

Analisando, desde logo, os resultados da regressão linear simples (especificação 0) entre o custo de capital próprio e o índice de divulgação considerado, e considerando o valor *p-value*, verificamos uma relação negativa baixa e sem significância estatística.

O  $R^2$  e o  $R^2$  ajustado são uma boa medida de análise da capacidade explicativa do modelo, porque nos indica em que medida a variação da variável dependente é explicada pelas variáveis independentes. Na análise da regressão simples, o  $R^2$  apresenta um valor praticamente nulo, o que nos leva a concluir que o índice de divulgação, individualmente, não afeta de forma significativa a variação do custo de capital próprio.

Quanto aos resultados obtidos nas regressões múltiplas, e nas diferentes especificações de uma forma geral, pode-se observar que a variável nível de divulgação (*Disc\_0\_1\_2*) apresenta um coeficiente negativo em todas as especificações, o que vai de encontro aos resultados obtidos pela maior parte dos trabalhos analisados na seção da revisão de literatura. Importa ainda salientar a existência de significância estatística para várias das especificações apresentadas.

Também a variável *Lev* apresenta, para todas as especificações, um valor negativo e com significância estatística. Este resultado pode ser explicado pelo facto de que quanto maior o endividamento da empresa maior o grau de transparência que os investidores exigem. Relativamente às outras variáveis, *ROA*, *Size* e *MtoB*, pode-se verificar que todas apresentam um resultado que, embora positivo, apresenta-se sem significância estatística, sendo que estas variáveis não foram relevantes para determinar o custo de capital próprio.

Tendo em conta em particular a especificação 1, impacto das variáveis *Disc\_0\_1\_2*, *ROA* e *Lev* no custo de capital próprio, verifica-se uma influência negativa e estatisticamente significativa entre do índice de divulgação e do grau de endividamento no custo de capital próprio. Nesta situação, o valor do  $R^2$  mostra que estas três variáveis apresentam um poder explicativo de cerca de 14% da variação do custo de capital próprio.

A especificação 3, por seu lado, mostra resultados bastante semelhantes à especificação 1, sendo que a diferença está na inclusão da variável *Size*, que apresenta um resultado positivo e sem significância estatística. Também aqui, se verifica que o nível de divulgação apresenta um coeficiente negativo e com significância estatística, assim como a variável *Lev*. Neste caso, o  $R^2$  apresenta um valor de cerca de 13%.

Numa outra especificação alternativa, a especificação 4, analisa-se a relação entre custo de capital próprio e as variáveis *Disc\_0\_1\_2*, *ROA*, *Size* e *Lev*, sendo possível observar que tanto o índice de divulgação como o *Lev* apresentam resultados com significância estatística e apresentando uma capacidade explicativa ( $R^2$ ) quase de 15% da variação da variável dependente (com um valor de  $R^2$  ajustado de 11%).

Obviamente, o facto de se encontrarem resultados do  $R^2$  relativamente baixos, tal situação indica que existem outras variáveis significativas que afetam o custo de capital próprio, porém estas não foram associadas neste modelo de regressão.

Por fim, ao analisar a especificação 5, relacionando o custo de capital próprio com todas as variáveis do nosso modelo, verifica-se que o índice de divulgação continua com valor negativo embora não tenha significado estatístico. Já a variável *Lev* mantém-se com valor negativo e estatisticamente significativa, o que se verifica em todas as especificações. Quanto às restantes variáveis, apresentam-se com sinal positivo e sem significado estatístico. Nesta especificação, a variável independente e as variáveis de controlo explicam cerca de 17% (sendo que o  $R^2$  ajustado dá o valor de 11,6%) da variação do custo de capital próprio.

Assim, tendo em conta a nossa hipótese de estudo e tendo por base os vários estudos analisados no capítulo da revisão de literatura, a relação esperada era uma relação negativa, o que se veio a verificar através dos testes de regressão. Isto significa que as empresas analisadas (empresas portuguesas cotadas no PSI 20) poderão procurar diminuir o seu custo de capital através de um aumento do seu nível de transparência para com os investidores, sendo que para tal será necessário possuir níveis de divulgação de informação cada vez mais elevados.



## **4. Conclusão, limitações e futuras linhas de investigação**

---

Após a apresentação dos resultados empíricos no capítulo anterior, este último capítulo será dedicado às principais conclusões, limitações de pesquisa e apresentar algumas sugestões para futuras linhas de investigação.

### **4.1 Conclusão**

Com este trabalho verificou-se que é cada vez mais essencial a divulgação voluntária da informação por parte das empresas por forma a suprimir algumas lacunas dos sistemas normativos, sendo reconhecida a sua importância na redução da assimetria de informação e na avaliação de oportunidades de investimento por parte dos investidores. A divulgação de informação trata-se de uma questão de ética e responsabilidade corporativa que visa, sobretudo, atribuir transparência e integridade aos relatos financeiros das empresas e tornando-os úteis aos seus utilizadores. Contudo, a divulgação de informação acaba ainda por ser um assunto pouco explorado.

No âmbito do mercado de capitais existem várias teorias em relação à divulgação voluntária de informação. A maior parte dessas teorias está relacionada com a teoria de assimetria de informação que, por sua vez, está relacionada com a existência de diferenças de informação entre a gestão das empresas e os investidores. Esta teoria está também relacionada outras duas teorias que suportam a ligação entre o nível de divulgação e o custo de capital próprio: a divulgação de informação reduz o capital próprio através da redução do risco da estimativa dos investidores e a divulgação reduz o custo de capital próprio através do reforço da liquidez do mercado de ações.

A associação entre a divulgação voluntária de informação e o custo de capital próprio, apesar da sua importância em termos de desenvolvimento e entendimento de uma teoria, continua a ser uma matéria ainda pouco explorada em Portugal. Deste modo, esta investigação teve como objetivo estudar a relação entre o custo de capital próprio e o nível de divulgação de informação no mercado bolsista português, pelo que a hipótese de investigação foi avaliar se o custo de capital é influenciado ou não pela divulgação de informação financeira e não financeira.

Para isto, foram construídos dois índices de divulgação de informação abrangendo as informações essenciais que as empresas disponibilizam através de relatórios e contas. Estes índices foram baseados em de cinco categorias e calculados para uma amostra de 21 empresas cotadas no mercado bolsista português, o PSI 20. Segundo a análise estatística os índices de divulgação de informação apresentam uma média de 62% para o *Disc\_0\_1\_2* e 50% para o índice *Disc\_0\_1*.

Para o cálculo do custo de capital próprio foi usado o modelo do CAPM.

Através dos testes empíricos realizados, foi possível concluir que existe uma relação negativa, com significância estatística, entre o custo de capital próprio e o nível de divulgação de informação.

Os baixos níveis de divulgação voluntária observados neste estudo, obtidos através do índice de divulgação utilizado que pretende, sobretudo, avaliar a quantidade e precisão da informação, indicam que, as empresas portuguesas necessitam ainda de ser mais sensibilizadas e motivadas para uma melhoria do conteúdo dos relato financeiro e não financeiro, tendo em conta a qualidade, integridade e utilidade da informação divulgada.

Com o presente estudo, espera-se contribuir para a literatura da temática da influência da divulgação de informação sobre o custo do capital próprio em Portugal, esperando que as conclusões apresentadas ajudem os gestores na tomada de decisões sobre os níveis de divulgação de informação para o mercado.

## **4.2 Limitações da pesquisa e futuras linhas de investigação**

Uma das maiores dificuldades no desenvolvimento de estudos que tratem do nível de divulgação de informação e custo de capital próprio é que as duas variáveis não são diretamente observáveis (Alencar, 2007).

Também neste estudo apresentamos algumas limitações que devem ser tidas em conta. Desde logo, e relacionado com a dimensão do mercado bolsista nacional, temos que mencionar o tamanho reduzido da amostra. Neste caso, e em futuras investigações dever-se-á ponderar aumentar a amostra das empresas cotadas utilizando, por exemplo, as empresas indexadas no *Euronext* Lisboa (PSI Geral).

Por outro lado, há que destacar o processo de desenvolvimento do(s) índice(s) de divulgação de informação que, embora seja um processo extremamente elaborado, poderá apresentar alguma subjetividade. Apontamos para o desenvolvimento de índice de divulgação que evidencie os aspetos das empresas a todos os níveis, por exemplo, a nível de transparência, gestão de topo, política sobre a divulgação da informação, requisitos da divulgação obrigatória e influência da opinião dos analistas.

Ainda considerando investigações futuras, poder-se-á incluir a análise, por meio de pesquisa junto às empresas, de a quem na empresa cabe a decisão de divulgar a informação e perceber quais os motivos e incentivos para divulgar ou reter a informação.

O período de análise poderá ser, sempre que possível mais amplo, para que se possa avaliar a evolução em períodos mais longos das tendências das empresas em termos de divulgação de informação.

Em futuras investigações, no cálculo do custo de capital próprio poderão ser considerados métodos alternativos, que não foram considerados no presente estudo por falta de informação disponível.



## Bibliografia

---

- AICPA - American Institute of Certified Public Accountants. (1994). *Improving Business Reporting - A Customer Focus: A comprehensive Report of the Special Committee on Financial Reporting* (Vol. 104).
- Alencar, R. C. de. (2007). *NÍVEL DE DISCLOSURE E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO NO MERCADO BRASILEIRO*. *Journal of Accounting Research*.
- Alencar, R. C. de, & Lopes, A. B. (2010). Custo do capital próprio e nível de disclosure nas empresas brasileiras. *BBR-Brazilian Business Review*, 2(1), 1–12.
- Allegrini, M., & Greco, G. (2011). Corporate boards, audit committees and voluntary disclosure: evidence from Italian Listed Companies. *Journal of Management & Governance*.
- Beattie, V., McInnes, B., & Fearnley, S. (2004). A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. *Accounting Forum*, 28(3), 205–236.
- Boesso, G. (2002). *Forms of Voluntary Disclosure: Recommendations and Business Practices in Europe and U . S .* City University of New York By.
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*, 72(3), 323–349.
- Botosan, C. A. (2006). Disclosure and the cost of capital : what do we know ? *Accounting and Business Research*, (August 1994), 31–40.

- Botosan, C. A., & Plumlee, M. A. (2002). A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 21–40.
- Choi, F. D. S., & Mueller, G. D. (1992). *International Accounting* (2<sup>o</sup> ed.). Prentice-Hall.
- CMVM - COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS. (2010). *Regulamento da CMVM nº 1/2010 - Governo das Sociedades Cotadas*.
- Código dos Valores Mobiliários*. (2011) (5<sup>o</sup> ed.). Almedina.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation* (2<sup>o</sup> ed.). John Wiley & Sons, Inc., New York.
- EFRAG. (2007). *The costs and benefits of implementing of the Amendment to IFRS 7 Improving Disclosures about Financial Instruments*.
- Eng, L. L., & Mak, Y. T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(4), 325–345.
- Espinosa, M., & Trombetta, M. (2007). Disclosure Interactions and the Cost of Equity Capital: Evidence From the Spanish Continuous Market. *Journal of Business Finance Accounting*, 34(9-10), 1371–1392.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*, 47, 427–465.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33, 3-56.
- Fama, E. F., & MacBeth, J. D. (1973). Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests. *Journal of Political Economy*, 81(3), 607–636.
- FASB. (2001). *Improving Business Reporting: Insights Into Enhancing Voluntary Disclosures*. Retrieved from [www.fasb.org](http://www.fasb.org)
- Feltham, G. A., & Ohlson, J. A. (1995). Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 689–731.

- Francis, J. R., Khurana, I. K., & Pereira, R. (2005). Disclosure Incentives and Effects on Cost of Capital around the World. *The Accounting Review*, 80(4), 1125–1162.
- Freeman R Edward, M. J. (2001). *A Stakeholder Approach to Strategic Management*. Oxford: Blackwell Publishing.
- Gebhardt, W. R., Lee, C. M. C., & Swaminathan, B. (2001). Toward an Implied Cost of Capital By Toward an Implied Cost-of-Capital. *Journal of Accounting Research*, 39, 135–176.
- Gordon, M. J., & Shapiro, E. (1956). Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit. *Management Science*.
- Gray R., Owen D., A. C. (1996). *Accounting and Accountability; changes and challenges in corporate social and environmental reporting*. London: Prentice Hall Europe.
- Hail, L. (2002). The Impact of Voluntary Corporate Disclosures on the Ex ante Cost of Capital for Swiss Firms The Impact of Voluntary Corporate Disclosures on the Ex ante Cost of Capital for Swiss Firms. *European Accounting Review*, 11, 741–773.
- Healy, P. M., Hutton, A. P., & Palepu, K. G. (1999). Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 16(3), 485–520.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (1993). The Effect of Firms' Financial Disclosure Strategies on Stock Prices. *Accounting Horizons*, 7(1), 1–11.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (1995a). The challenges of investor communication The case of CUC International, Inc. *Journal of Financial Economics*, 38(2), 111–140.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (1995b). The challenges of investor communication The case of CUC International, Inc. *Journal of Financial Economics*.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405–440.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, n<sup>o</sup>4, 305–360.
- Kristandl, G., & Bontis, N. (2007). The impact of voluntary disclosure on cost of equity capital estimates in a temporal setting. *Journal of Intellectual Capital*.
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 385–420.
- Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risk investments in stocks portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics*, 47, 13–37.
- Lopes, A. B., & de Alencar, R. C. (2010). Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: The Brazilian case. *The International Journal of Accounting*, 45(4), 443–464.
- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a capital asset market. *Econometrica*, 34(4), 768–783.
- Neves, J. C. das, Montezuma, J., & Laia, A. (2009). *Análise de Investimentos Imobiliários* (2<sup>o</sup> ed.). Texto Editores.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687.
- Ohlson, J. A., & Juettner-Nauroth, B. E. (2005). Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value. *Review of Accounting Studies*, 10(2-3), 349–365.
- Patel, S. a, Balic, A., & Bwakira, L. (2002). Measuring transparency and disclosure at firm-level in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 3(4), 325–337.
- Petrova, E., Georgakopoulos, G., Sotiropoulos, I., & Vasileiou, K. Z. (2012). Relationship between Cost of Equity Capital and Voluntary Corporate Disclosures. *International Journal of Economics and Finance*, 4(3), 83–96.

- PRATT, S. P. (1998). *Cost of Capital*. (Wiley Frontiers in Finance, Ed.) (2<sup>o</sup> Edition.). New York.
- Ross, S. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8, n<sup>o</sup>1, 23–40.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19, 425–442.
- Sieber, T., & Oberdorster, T. (2014). Let's talk strategy: the impact of voluntary strategy disclosure on the cost of equity capital. *Business Research*, (7), 263–312.
- Spence, M. (1973). Job market signalling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87, n<sup>o</sup>3, 355–374.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive Accounting Theory : A Ten Year Perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131–156.



## Anexos

### Anexo I – Listagem de Empresas do PSI 20 e respetiva descrição

| <i>Empresas</i>   | <i>ICB</i> | <i>Descrição</i>   |
|-------------------|------------|--|
| <b>ALTRI SGPS</b> | Industrial | Sociedade <i>holding</i> organizada. Apresenta 3 pólos de atividade:<br><ul style="list-style-type: none"> <li>- produção polpa de papel;</li> <li>- exploração florestal;</li> <li>- produção de eletricidade a partir de energias renováveis.</li> </ul> Cerca de 70% do seu volume de negócios realiza-se a nível mundial.  |
| <b>BCP</b>        | Financeiro | Maior grupo bancário português. O produto líquido bancário por atividade reparte-se pela seguinte forma:<br><ul style="list-style-type: none"> <li>- banca de retalho (66,6%): operações desenvolvidas em Portugal, Polónia, Grécia, Roménia, Angola e Moçambique;</li> <li>- banca de empresas e de investimento (22,6%);</li> <li>- banca privada e gestão de bens (2,8%);</li> <li>- outros (8%).</li> </ul>  |
| <b>BES</b>        | Financeiro | É um dos principais grupos bancários portugueses. Os rendimentos, por atividade, repartem-se através:<br><ul style="list-style-type: none"> <li>- banca comercial (79%): atividades de banca de retalho, de banca empresarial e de banca privada e prestação de serviços financeiros especializados (leasing imobiliário e mobiliário, factoring, etc.);</li> <li>- banco de investimento e de financiamento (11,1%): consultoria em fusões-aquisições, investimento de capital, financiamentos estruturados, etc.;</li> <li>- banco de mercado (7,4%);</li> <li>- gestão de ativos (2,5%).</li> </ul> |
| <b>BPI</b>        | Financeiro | É um dos maiores grupos bancários portugueses. Apresenta 4 pólos de atividade:<br><ul style="list-style-type: none"> <li>- banca de retalho: venda de produtos e serviços bancários clássicos e especializados;</li> <li>- banco de investimento, de financiamento e de mercado: consultoria em fusões-aquisições, investimento de capital, financiamentos estruturados (projetos, aquisições, etc.), intermediação bolsista, intervenções em mercados de capitais, etc.;</li> <li>- banca privada;</li> <li>- gestão de ativos.</li> </ul>  |

|                                 |                     |   |
|---------------------------------|---------------------|---|
| <b>BANIF SA</b>                 | Financeiro          | <p>É um grupo bancário organizado. Apresenta 5 pólos de atividade:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- banco de rede: venda de produtos e de serviços bancários clássicos e especializados (crédito imobiliário, crédito ao consumo, locação financeira, factoring, etc.);</li> <li>- banco de investimento, de financiamento e de mercado: engenharia, capital de risco, intervenções sobre os mercados de taxas, de câmbio e de ações, intermediação bolsista, financiamentos especializados (de projetos, de ativos, imobiliários, etc.);</li> <li>- gestão de ativos;</li> <li>- seguros;</li> <li>- outros: conservação de títulos, corretagem, etc.</li> </ul> |
| <b>COFINA, SGPS</b>             | Consumo de Serviços | <p>Especializada na edição de jornais e revistas no domínio económico, desportivo, cultura geral, informática, etc. O seu volume de negócios distribui-se na seguinte forma:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- edição de jornais (76%);</li> <li>- edição de revistas (24%).</li> </ul>  |
| <b>ESPIRITO SANTO FINANCIAL</b> | Financeiro          | <p>Trata-se de uma <i>holding</i> financeira organizada em 2 setores:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- sector bancário;</li> <li>- prestação de serviços financeiros e especializados (<i>leasing</i>, <i>factoring</i>, crédito, entre outros)</li> <li>- sector dos seguros;</li> <li>- gestão de ativos.</li> </ul>  |
| <b>EDP</b>                      | Utilidades          | <p>Um dos principais produtores e distribuidores portugueses de energia elétrica. Organiza-se em 4 pólos:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- produção, venda e distribuição de eletricidade: hidroelétrica, termoelétrica, eólica, em cogeração e à base de biomassa;</li> <li>- venda e distribuição de gás;</li> <li>- prestação de serviços energéticos: nomeadamente serviços de engenharia e de consultoria para a construção e instalação de unidades termoelétricas e hidroelétricas;</li> <li>- outros: produção de vapor, serviços informáticos, etc.</li> </ul>   |
| <b>EDP RENOVAVEIS</b>           | Utilidades          | <p>Especializada na produção de eletricidade a partir de energias renováveis. Organiza-se em 3 pólos:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- desenvolvimento e construção de unidades de produção de eletricidade;</li> <li>- produção de eletricidade: a partir de energia eólica e hidráulica;</li> <li>- exploração e manutenção de centrais elétricas.</li> </ul>   |
| <b>GALP ENERGIA</b>             | Petróleo e Gás      | <p>Está entre os principais grupos petrolíferos e gás da Europa. O volume de negócios por atividade reparte-se da seguinte forma:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- refinação e distribuição (87%);</li> <li>- produção e distribuição de gás natural (12,2%);</li> <li>- exploração e produção de petróleo bruto (0,7%);</li> <li>- outros (0,1%).</li> </ul>   |
| <b>J.MARTINS, SGPS</b>          | Consumo de Serviços | <p>Especializado na grande distribuição. O volume de negócios por atividade distribui-se da seguinte forma:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- distribuição alimentar (95,7%);</li> <li>- outros (4,3%): produção através da sua parceria com a Unilever.</li> </ul> <p>A repartição geográfica do volume de negócios é: Portugal (41%) e Polónia (59%).</p>  |

|                   |                   |   |
|-------------------|-------------------|---|
| <b>MOTA ENGIL</b> | Industrial        | <p>Grupo de COP organizado em 2 pólos:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- construção de infraestruturas e engenharia civil (80% do volume de negócios): autoestradas, pontes, túneis, infraestruturas hidráulicas, ferroviárias, etc.;</li> <li>- prestação de serviços ambientais (20%): recolha e reciclagem de resíduos, gestão concessionada de parques de estacionamento, de redes ferroviárias e da distribuição de água em municípios, prestação de serviços sanitários e construção de espaços verdes.</li> </ul> <p>Paralelamente, o grupo desenvolve atividades de gestão concessionada de autoestradas e de produção industrial e energética.</p>  |
| <b>NOVA BASE</b>  | Tecnologia        | <p>A Nova Base oferece soluções de tecnologia da informação para os serviços financeiros, de saúde, governo, energia e utilidades e para o sector espacial. A empresa organiza as suas atividades em 3 linhas de negócio:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- soluções de negócio;</li> <li>- infraestruturas e serviços de gestão;</li> <li>- e, de capital de risco.</li> </ul>  |
| <b>P.TELECOM</b>  | Telecomunicações  | <p>A Portugal Telecom é o principal operador de telecomunicações português. O volume de negócios, por atividade, distribui-se da seguinte forma:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- serviços de telecomunicações em Portugal (46,7%): telefones fixos e móveis e Internet, assim como serviços de multimédia;</li> <li>- serviços de telecomunicações em Brasil (39,2%);</li> <li>- outros (14,1%).</li> </ul> <p>A distribuição geográfica do volume de negócios é a seguinte: Portugal (47,6%), Brasil (47,2%) e outros (5,2%).</p>   |
| <b>PORTUCEL</b>   | Materiais Básicos | <p>A Portucel Soporcel está entre os maiores produtores europeus de papel para impressão. O volume de negócios distribui-se da seguinte forma:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- papel de impressão (79,3%);</li> <li>- polpas de eucalipto (9,2%);</li> <li>- produtos florestais (0,2%): essencialmente biomassa e madeira.</li> </ul> <p>As restantes vendas (11,3%) dizem respeito principalmente a uma atividade de produção de eletricidade a partir de biomassa.</p>  |
| <b>REN</b>        | Utilidades        | <p>A REN - Redes Energéticas Nacionais está especializada na exploração e gestão concessionada da rede portuguesa de transporte de eletricidade. As vendas por setor de atividade repartem-se da seguinte forma:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- eletricidade (69%): transporte de eletricidade dos produtores para os distribuidores finais e consumidores, gestão da rede de transporte de eletricidade;</li> <li>- gás (28,9%): transporte de gás natural dos produtores para os distribuidores finais e consumidores industriais, armazenamento subterrâneo de gás natural, receção, armazenamento e regaseificação de gás natural liquefeito (GNL), serviços de construção e manutenção das infraestruturas, etc.;</li> <li>- outros (2,1%).</li> </ul> |

|                         |                     |   |
|-------------------------|---------------------|---|
| <b>SEMAPA</b>           | Materiais Básicos   | <p>Grupo diversificado organizado em torno de 3 pólos de atividade:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- produção de papel e de polpa (83,6% do volume de negócios);</li> <li>- produção de cimento e de materiais de construção (14,5%): nomeadamente cimento, granulados, argamassa e betão pronto a utilizar;</li> <li>- prestações de serviços ambientais (1,9%).</li> </ul> <p>A distribuição geográfica do volume de negócios é a seguinte: Portugal (22,7%), Europa (44,8%), Américas (7,2%), África (2,8%), Ásia (2,3%) e outros (20,2%).</p>   |
| <b>SONAE</b>            | Consumo de Serviços | <p>Trata-se de uma empresa de retalho, com duas grandes parcerias ao nível dos centros comerciais e telecomunicações.</p> <p>Na área de retalho alimentar opera através de um conjunto de hipermercados e supermercados, e no retalho especializado está presente nos setores de desporto, eletrónica e têxtil.</p>   |
| <b>SONAE IND., SGPS</b> | Industrial          | <p>A Sonae Indústria é o principal fabricante português de produtos à base de madeira. A atividade do grupo organiza-se em torno de 7 produtos:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- painéis revestidos com melamina;</li> <li>- painéis de partículas brutas;</li> <li>- painéis de fibras de densidade média;</li> <li>- painéis de lâminas orientadas;</li> <li>- pavimentos;</li> <li>- painéis de fibras duras;</li> <li>- outros: painéis revestidos com essências finas, painéis revestidos com papel fenólico, painéis cobertos de papel pintado, painéis perfilados, lambris, molduras, etc.</li> </ul> <p>A distribuição geográfica do volume de negócios é a seguinte: Portugal (8%), Alemanha (22,6%), Espanha (11%), América do Norte (10,9%), África do Sul (7,9%), França (7,8%), Reino Unido (4%) e outros (27,8%).</p> |
| <b>SONAECOM, SGPS</b>   | Telecomunicações    | <p>A Sonaecom está especializada na prestação de serviços de telecomunicações. O volume de negócios por atividade distribui-se da seguinte forma:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- prestação de serviços de telecomunicações (87,3%): serviços de telefones móveis, de telefone fixo, de interligação, de transmissão de dados e de acesso à Internet;</li> <li>- prestação de serviços informáticos (9,7%): integração de sistemas e de programas informáticos;</li> <li>- publicação de jornais (3%): publicação em versão papel ou eletrónica.</li> </ul>  |
| <b>ZON MULTIMEDIA</b>   | Consumo de Serviços | <p>A Zon Multimédia é um grupo de média, distribui-se por 3 pólos de atividade:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- detenção e difusão de canais televisivos pagos, serviços de telefónicos e de acesso à Internet (88,7% do volume de negócios);</li> <li>- exploração de cinemas (6,2%);</li> <li>- edição e distribuição de produtos multimédia (5,1%).</li> </ul>  |