

MESTRADO

CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

**A RELEVÂNCIA DOS NÍVEIS DE DIVULGAÇÃO DA INFORMAÇÃO DAS
EMPRESAS COTADAS PORTUGUESAS**

PATRICIA DANIELA TREMOÇO AFONSO

OUTUBRO DE 2016

MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

**A RELEVÂNCIA DOS NÍVEIS DE DIVULGAÇÃO DA INFORMAÇÃO DAS
EMPRESAS COTADAS PORTUGUESAS**

PATRICIA DANIELA TREMOÇO AFONSO

ORIENTAÇÃO:

PROFESSORA DOUTORA CRISTINA GAIO SILVA

OUTUBRO DE 2016

Agradecimentos

Gostaria de começar por agradecer à minha orientadora, Professora Doutora Cristina Gaio Silva, pelo acompanhamento, simpatia e disponibilidade demonstrada nos meses de elaboração deste trabalho.

Um agradecimento muito especial à minha família pelo apoio, paciência e estima, não só na elaboração deste trabalho, mas em todo o meu percurso académico, e ao meu namorado pela enorme ajuda e compreensão em todas as fases do meu percurso, em especial no TFM.

Aos amigos que me acompanharam neste percurso e aos que permaneceram ao longo dos anos, e a todos os que contribuíram de algum modo para a realização deste trabalho, o meu obrigada.

Resumo

Este estudo pretende analisar se a informação contabilística que é divulgada nas notas anexas é, ou não, relevante para as empresas cotadas portuguesas. Para isso, foi construído um Índice de Divulgação, segundo Gaio & Mateus (2014), e foram utilizados os Modelos Simples do Preço (Ohlson, 1995) e do Retorno (Easton & Harris, 1991) e os Modelos Estendidos do Preço e do Retorno (Alfaraih & Ianezi, 2011) para analisar a relevância da informação divulgada. Os resultados sugerem que, em média, as empresas cotadas portuguesas divulgam cerca de 80% dos itens exigidos pela IAS 1, e que, por si só, o nível de divulgação não é relevante, ou seja, o mercado não valoriza se uma empresa divulga mais ou menos informação. No entanto, o nível de divulgação aumenta a relevância do Book Value per Share (BVPS), ou seja, empresas com um nível de divulgação mais elevada apresentam informação mais relevante em termos de BVPS.

Palavras-Chave: IAS 1, Índice de Divulgação, Relevância, Divulgação obrigatória, Empresas cotadas portuguesas.

Abstract

This study intends to analyze if the accounting information disclosed in the accounting notes is value-relevant, to the portuguese listed firms. For that, was constructed one Disclosure Index according to Gaió & Mateus (2014) and were used the Simple Models of Price (Ohlson, 1995) and Return (Easton & Harris, 1991) and the Extended Models of Price and Return (Alfaraih & Ianezi, 2011), to analyze the relevance of the disclosed information. The results suggest that, in average, the Portuguese listed firms disclose around 80% of the items required by IAS 1 and that, by itself, the level of disclosure is not relevant, in other words, the market does not value if a firm disclose more or less information. However, the level of disclosure increases the value-relevance of the Book Value Per Share (BVPS), that is, firms with higher disclose level present information more value-relevant in terms of BVPS.

Keywords: IAS 1, Disclosure Index, Value-Relevance, Mandatory Disclosure, Portuguese listed firms.

Índice

Agradecimentos	i
Resumo	ii
<i>Abstract</i>	iii
Índice	iv
Índice de Tabelas	v
Lista de Siglas.....	vi
I. Introdução.....	1
II. Revisão da Literatura	4
2.1. A Qualidade da Informação contabilística	4
2.2. A Necessidade de Divulgação da Informação.....	8
2.3. Desenvolvimento de Hipóteses	12
III. Metodologia.....	14
3.1. Amostra	14
3.2. Índice de Divulgação	15
3.3. Modelo Estatístico	17
IV. Análise dos Resultados.....	23
4.1. Estatística Descritiva das Variáveis.....	23
4.2. Resultados Estatísticos	26
V. Conclusões.....	29
Referências Bibliográficas.....	32
Anexos	39

Índice de Tabelas

Tabela I – Análise Descritiva da Variável Índice de Divulgação..... 23

Anexos:

Tabela I - Índice de Divulgação por Empresa 39

Tabela II - Análise Descritiva Detalhada da Variável Índice de Divulgação..... 40

Tabela III - Análise Descritiva das Variáveis Dependente e Independentes..... 40

Tabela IV - Correlações Bivariadas entre as variáveis dependente e independentes 32

Tabela V - Resultados das Regressões dos Modelos Simples e Estendidos do Preço e do

Retorno 42

Lista de Siglas

BVPS – Book Value per Share

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

DF – Demonstrações Financeiras

EPS – Earnings per Share

IAS – International Accounting Standards

IASB – International Accounting Standards Board

IFRS - International Financial Reporting Standards

PSI - Portuguese Stock Index

I. Introdução

A qualidade da informação financeira constitui um tema muito subjetivo, dado que não existe uma única forma, característica ou conceito para a determinar. O uso das características qualitativas referidas pelo IASB (International Accounting Standards Board) na sua Estrutura Conceptual para analisar a qualidade da informação contabilística é uma das práticas mais correntes, a par com a gestão de resultados, encontradas na literatura. Segundo diversos autores (Francis et al, 2004; Morais & Curto, 2008; Belgacem & Omri, 2014), a relevância é a característica qualitativa que melhor consegue medir a qualidade da informação contabilística, sendo o atributo utilizado nesta investigação empírica.

Um tema muito próximo à qualidade da informação contabilística é a sua divulgação, uma vez que só é possível comprovar a qualidade da informação através do que é divulgado pelas empresas. A divulgação surge da necessidade de reduzir a assimetria de informação, tornando-a acessível aos *stakeholders*, reduzindo os custos de agência e elevando a capacidade de avaliação das empresas por parte dos investidores (Verrecchia, 2001).

Assim, neste estudo pretende-se fazer a ligação entre as duas componentes da informação contabilística, quantidade divulgada e qualidade, com o objectivo de apurar se uma alteração na quantidade da informação divulgada tem efeito na relevância da mesma.

Pretende-se também com este estudo uma análise evolutiva da *compliance* com a divulgação obrigatória das empresas cotadas portuguesas, com base no estudo de Gaio & Mateus (2014), assim como analisar o possível impacto da dimensão, da rendibilidade e do sector de actividade na cotação e na rendibilidade das acções das empresas em estudo.

Para o efeito, e sendo as Demonstrações Financeiras (DF) o maior veículo de divulgação da informação contabilística, foi construído um Índice de Divulgação relativo não ponderado de 114 itens, segundo Gaio & Mateus (2014), com base na IAS 1 e para o ano de 2014.

A metodologia utilizada passou pela aplicação dos Modelos Simples do Preço (Ohlson, 1995) e do Retorno (Easton & Harris, 1991) e dos Modelos Estendidos do Preço e do Retorno (Alfaraih & Ianezi, 2011), que permitem a avaliação da associação entre o nível de divulgação obrigatória e a relevância da informação.

Os resultados do estudo ilustram que a divulgação da informação influencia positivamente a relevância de uma das vertentes estudadas, Book Value per Share (BVPS), enquanto para a outra vertente, dos Earnings Per Share (EPS), os resultados são não significativos. Quando estudado isoladamente, sem interações com variáveis contabilísticas, o nível de divulgação não apresenta nenhuma associação com a cotação e rendibilidade das acções, o que sugere que o mercado não toma em atenção o maior ou menor nível de divulgação, ou seja, por si só o nível de divulgação não é relevante para o mercado.

Quanto à análise evolutiva da divulgação das empresas cotadas portuguesas, tendo por base o estudo de Gaio & Mateus (2014), verificou-se, no geral, uma estagnação dos níveis de divulgação, dado que a média de divulgação se manteve praticamente igual, descendo apenas um ponto percentual, para os 80%.

A principal motivação para a realização deste estudo deve-se ao facto de existirem na literatura poucos estudos que relacionem as duas componentes da informação contabilística,

quantidade e qualidade da informação divulgada. Além de ser uma associação pouco estudada, a literatura já existente gera dúvidas quanto aos seus resultados empíricos (Belgacem & Omri 2014; Alfaraih & Ianezi, 2011; Tsalavoutas & Dionysiou, 2014). Deste modo, o estudo visa fornecer uma nova perspetiva do tema, contribuindo para uma extensão na literatura, tendo em atenção as empresas cotadas portuguesas. Por a maioria dos estudos que relacionam qualidade e quantidade da informação se focarem na divulgação voluntária, este estudo pretende alargar a ainda escassa investigação acerca da relevância da divulgação obrigatória no relato financeiro.

Os principais beneficiários do estudo são os *stakeholders* que utilizam a informação financeira, no sentido de perceberem tanto o nível actual de *compliance* das empresas cotadas portuguesas, como para entender se realmente um maior ou menor nível de divulgação tem implicações na relevância e conseqüentemente, na qualidade da informação.

O estudo está organizado em cinco capítulos, incluindo a introdução. O segundo capítulo contém a revisão de literatura, onde são apresentados estudos com destaque na literatura existente e o desenvolvimento das hipóteses. No capítulo três, é apresentada uma descrição detalhada da metodologia utilizada na seleção da amostra, modelo estatístico e construção do índice de divulgação. Segue-se o quarto capítulo, onde são expostos e discutidos os resultados do estudo empírico e, no capítulo cinco, são visíveis as principais conclusões do estudo, as suas limitações e possíveis investigações futuras.

II. Revisão da Literatura

2.1. *A Qualidade da Informação contabilística*

O mercado português está inserido no modelo continental, dito *code-law*, com um sistema financeiro *debt-based* em que a principal fonte de financiamento são as instituições bancárias (Morais & Curto, 2008), sendo a contabilidade, no geral, orientada para os credores. Uma grande dependência dos bancos pode gerar menores índices de exigência no mercado, relativamente à informação financeira, uma vez que estas instituições têm acesso directo à informação das empresas e possuem uma posição de destaque no capital das empresas (Alfaiate, 2012).

A propriedade empresarial nos países do modelo continental segue a estrutura familiar e concentrada, com muitas pequenas e médias empresas no mercado, enquanto o modelo anglo-saxónico tem uma estrutura bastante mais difundida (Morais & Curto, 2008), o que pode influenciar as necessidades de informação dos diversos países. Por exemplo, para uma estrutura accionista mais difundida, especialmente em grandes empresas, em que a gestão e a informação das várias componentes da empresa se encontra dispersa por muitos colaboradores, podem existir mais necessidades de divulgar aos *stakeholders* informações de qualidade, do que se a empresa for familiar e não houver separação entre propriedade e gestão. Assim, no modelo continental, o nível de divulgação da informação é, no geral, mais baixo que no modelo anglo-saxónico. Pelo contrário, a ligação entre a contabilidade e a fiscalidade é maior no modelo continental.

A globalização e interdependência das economias mundiais nas relações económicas criaram a necessidade de uma única linguagem que fosse percebida por todos os mercados mundiais (Magro, 2014). Com a criação do IASB, em 2001, surgiu uma maior homogeneidade das normas contabilísticas, contribuindo para a criação de uma linguagem universal de contabilidade. A harmonização contabilística, associada a uma maior transparência e comparabilidade da informação a nível nacional e internacional (Devalle *et al*, 2010), estandardizou a prática contabilística, reduzindo a assimetria de informação (Iatridis, 2010) e limitando a discricionariedade de escolha, através da remoção de práticas contabilísticas alternativas e desencorajando o alisamento dos resultados (Cabrita, 2008; Barth *et al*, 2008; Devalle *et al*, 2010). Contudo, causas como a cultura, as fontes de financiamento, as especificidades das empresas e o ambiente económico, político e social continuam a condicionar uma completa homogeneização da contabilidade mundial, tanto em termos de quantidade da informação divulgada como de qualidade (Silva, 2009; Ernstberger & Gruning, 2013). Actualmente, é ainda necessário um suporte apropriado que assegure a correcta aplicação das IAS¹ (International Accounting Standards Board), para garantir uma completa *compliance* na divulgação da informação financeira (Hail, 2013; Hellström, 2006). Por si só, a qualidade das normas não garante a qualidade das Demonstrações Financeiras.

A qualidade da informação pode ser analisada de diversas formas, nomeadamente através da análise de resultados e das características qualitativas definidas no parágrafo 24 da Estrutura Conceptual do IASB²: compreensibilidade, relevância, fiabilidade e

¹ Por simplificação, irá usar-se o termo IAS para referir as normas internacionais de contabilidade (IAS e IFRS).

² Actualmente, a estrutura conceptual encontra-se em processo de revisão.

comparabilidade. A compreensibilidade é o atributo que faz com que a informação seja clara e objectiva, tornando-se compreensível para os seus utilizadores, enquanto a fiabilidade assenta numa informação com as características de veracidade, plenitude e pertinência, características que fazem com os usuários aceitem e utilizem essa informação (Silva, 2009). Segundo o parágrafo 26 da Estrutura Conceptual do IASB, uma informação é relevante quando é capaz de influenciar as decisões económicas dos seus utilizadores, ou seja, quando é útil na tomada de decisão. Já a comparabilidade da informação permite aos *stakeholders* a identificação e a compreensão das conformidades e diferenças nos itens divulgados no relato financeiro (Magro, 2014). A informação deve estar completa e isenta de erros e julgamentos.

Segundo Francis *et al.* (2004), para uma informação ser tida como de qualidade, a informação deve atender aos seguintes atributos: relevância, comparabilidade, tempestividade, conservadorismo, previsibilidade, *smoothness* e *accruals quality*. A relevância é, para estes autores, a mais importante característica qualitativa.

Para Wallace & Naser (1995), as características qualitativas que a informação deve ter para ser considerada de qualidade abrangem a *adequacy*, *comprehensiveness*, *informativeness*, *timeliness* e a *understandability*.

A qualidade da informação contabilística é frequentemente associada a uma maior relevância da informação (Morais & Curto, 2008; Alfaiate, 2012; Alfaraih & Ianezi, 2011; Belgacem & Omri, 2014) e a uma menor gestão de resultados por parte das empresas (Barth *et al.*, 2008). Deste modo, normas mais limitadoras no que concerne à gestão de resultados podem aumentar a relevância da informação divulgada.

Estudos anteriores relativos à relevância da informação contabilística têm consistido em avaliar se determinada informação contabilística é efetivamente utilizada pelos investidores nas suas avaliações (Bart *et al*, 2001). Apesar de outras características qualitativas apontadas pelo IASB serem válidas e já terem sido utilizadas para medir a qualidade da informação em estudos empíricos anteriores (Magro, 2014; Silva, 2009), nesta investigação usa-se a relevância como medida de qualidade da informação, por ser a característica mais frequentemente referenciada e tida como mais importante em diversos estudos. Um pré-requisito base para a relevância da informação é a qualidade e a extensão das práticas de divulgação da informação (Alfaraih & Ianezi, 2011), razão pela qual este estudo pretende relacionar as duas vertentes.

Hellström (2006) estudou a relevância da informação numa economia transacional, a República Checa, durante o período de 1994 a 2001, sugerindo que a relevância da informação é função de cinco factores: grau de desenvolvimento da regulação contabilística; mecanismos de controlo; mudanças no ambiente empresarial; internacionalização e ciclo de vida do negócio; desenvolvimento económico e estrutura de indústria.

Para analisar a relevância da informação devem ser considerados dados contabilísticos e do mercado de capitais, por ser expectável que empresas com maior qualidade de informação tenham a cotação das suas ações fortemente associada às suas variáveis contabilísticas, devido essencialmente a três fatores (Barth *et al*, 2001):

- As normas contabilísticas exigem que sejam reconhecidos os valores que melhor reflectem o valor económico da empresa;

- A informação contabilística de maior qualidade reprime a “manipulação” de resultados por parte dos gestores;
- A informação contabilística de maior qualidade torna menos propensa a ocorrência de erros aquando da estimação dos *accruals*.

As variáveis contabilísticas mais usadas na literatura são o BVPS e o EPS, para representar a perspectiva do Balanço e da Demonstração de Resultados, respectivamente. Estas duas demonstrações financeiras fornecem uma informação importante à avaliação dos investidores. Contudo, o seu papel no relato financeiro é distinto. O Balanço serve, não apenas mas também, para divulgar informações relativas a empréstimos e à monitorização dos mesmos (Barth *et al*, 1998), enquanto a Demonstração de Resultados tem no seu principal papel a avaliação do desempenho financeiro. No estudo de Alfaiate (2012), a variável contabilística BVPS foi considerada relevante nos períodos antes e após a adoção das IAS pelas empresas portuguesas, enquanto o EPS se tornou relevante apenas no período após a adoção das IAS. Dado que nesta investigação, são analisadas as empresas cotadas que seguem as normas IAS e o período de harmonização já foi ultrapassado, ambas as variáveis foram consideradas válidas para a análise da relevância da informação divulgada.

2.2. *A Necessidade de Divulgação da Informação*

Factores como a globalização e o aumento na complexidade das empresas levaram a uma descentralização das decisões empresariais, assistindo-se a uma separação entre as funções de propriedade (accionistas) e controlo (gestores). Desta desagregação de poderes

surge o que conhecemos actualmente por Teoria da Agência, formulada por Jensen & Meckling (1976). O problema de agência advém da separação de poderes ter por base uma relação onde os gestores se comprometem a prestar um serviço em nome dos accionistas, estando estes dependentes dos primeiros. Se as duas partes agirem pelos seus próprios interesses, o conflito entre accionistas e gestores aumenta, tal como os custos de agência.

Para empresas em que a propriedade é difusa e a informação necessária à decisão está repartida entre muitos agentes, divulgar informação de qualidade é fundamental para permitir aos accionistas monitorizarem o comportamento dos gestores mais facilmente, reduzindo os custos de agência (Michailescu, 1999) e diminuindo a assimetria de informação. Contudo, em mercados em que a maior parcela empresarial é composta por empresas familiares, ou quando a maioria do capital pertence a entidades bancárias e/ou estaduais, a teoria da agência não é tão relevante, pelo facto de estes agentes terem acesso a toda a informação da empresa (Gaio & Mateus, 2014).

Outras teorias foram formadas acerca dos incentivos que os gestores têm para divulgar informação. A teoria do sinal, apresentada por Morris (1987) assume que os investidores não têm todas as informações que estão do lado das empresas. Assim, sem as informações necessárias, todas as empresas, independentemente da sua qualidade, são avaliadas ao mesmo preço. Desta forma, há um encorajamento à sinalização para as empresas com melhores resultados, de modo a que os investidores percebam o seu valor e aumentem o preço da sua acção. Esta sinalização é realizada através da divulgação da informação, até ao limite em que os benefícios da divulgação deixem de superar os seus custos (Alfaraih & Ianezi, 2011).

A necessidade dos relatórios financeiros e da divulgação deriva da assimetria da informação, a qual inibe o investimento e aumenta os custos inerentes à venda das ações das empresas (Verrecchia, 2001). Como vimos, uma divulgação de informação com qualidade nos relatórios anuais tem benefícios para as empresas através da redução dos custos de agência, sinalização de resultados e redução da assimetria de informação. A divulgação aumenta a comparabilidade entre as empresas e potencia os investidores a reconhecer empresas mais eficientes e responsáveis, contribuindo para um bom funcionamento da economia e mercados de capitais, através da confiança e credibilidade que é dada aos investidores (Tsalavoutas & Dionysiou, 2014). Os resultados mostram que o aumento no nível de divulgação pode ter efeito na redução da gestão de resultados (Lobo & Zhou, 2001).

A comunicação da informação contabilística é adequada quando é relevante, capaz de cumprir as necessidades dos *stakeholders* e quando é divulgada atempadamente (Owusu-Ansah, 1998). A divulgação pode ser obrigatória ou voluntária. A divulgação obrigatória abrange as DF e as correspondentes notas regulamentares. Por outro lado, a divulgação voluntária está desenhada para permitir à gestão das empresas a livre escolha da informação extra que quer divulgar aos *stakeholders* (Uyar *et al*, 2013), ou seja, dá espaço às empresas para divulgarem assuntos corporativos que não são obrigatórios pelas entidades normalizadoras e mostrarem aos investidores outras razões que a curto ou longo-prazo podem aumentar o valor da empresa. O sistema ótimo de relato baseia-se numa combinação equilibrada entre os dois tipos de divulgação, obrigatória e voluntária (Zhang, 2012).

O relato financeiro anual, instrumento de divulgação da informação utilizado no presente estudo, é assumido como o veículo oficial de divulgação. Contudo, no contexto

actual, pode não ser suficiente. A utilização de canais alternativos, como os *sites* corporativos, conferências, apresentações aos analistas ou comunicados de imprensa, podem produzir outros benefícios, como é o caso da informação atempada (Zhang, 2012; Hassan & Marston, 2010). Ainda assim, é necessário um balanceamento adequado dos canais de divulgação utilizados uma vez que, segundo Botosan & Plumlee (2000), a agregação dos diferentes meios de informação pode resultar em perda de informação e informações erróneas.

Há ainda que reconhecer os custos que a divulgação tem para as empresas, tanto na produção da informação, como na sua propagação pelos utilizadores e o facto de que os concorrentes, tendo acesso a essa informação, podem usá-la para sua vantagem. As empresas têm, deste modo, de realizar uma análise custo-benefício e identificar qual o grau certo de divulgação, o benefício líquido, que resulta para o seu caso (Hassan & Marston, 2010; Hassan *et al*, 2009).

No estudo de Street & Bryant (2000), os autores chegaram à conclusão que o nível de *compliance* da divulgação da informação contabilística está directamente relacionado com o normativo usado. Foi associada uma melhor divulgação aos relatórios que foram elaborados com base nas IAS e cuja opinião dos auditores tinha sido especificada estar em concordância com as ISAS. Já Street *et al*. (1999) encontraram resultados mistos acerca do grau de *compliance* com as empresas que reivindicaram utilizar as IAS, na sua análise aos relatórios anuais de 1996.

Lang & Lundholm (1993) sugeriram a existência de um maior índice de divulgação em empresas com uma boa performance (com maiores retornos das suas ações) e de maior dimensão.

Os fatores-chave da divulgação da informação associados à *compliance*, identificados por Street & Gray (2002), consistem na empresa ser ou não auditada por uma empresa pertencente às Big 5+2³, no seu país de domicílio, no facto de a empresa ser ou não cotada e no tipo de referências que faz às IAS⁴. Outros fatores foram estudados na literatura como estando associados à divulgação da informação, como o tipo de indústria (Mutawaa & Hewaidy, 2010), a dimensão da empresa (Mutawaa & Hewaidy, 2010; Galani *et al*, 2011) ou a alavancagem (Mutawaa & Hewaidy, 2010; Michalesco, 1999).

2.3. *Desenvolvimento de Hipóteses*

Nos estudos realizados para avaliar a associação entre a relevância da informação e o nível de divulgação, os resultados foram divergentes e inconclusivos. Num estudo mais aproximado com o modelo continental do qual Portugal faz parte (Grécia), Tsalavoutas & Dionysiou (2014) indicaram que empresas com um maior nível de divulgação obrigatória da informação estão associadas a uma maior relevância da informação, sendo por isso expectável um resultado semelhante para Portugal.

³ Das quais fazem parte as actuais Big4: PWC, EY, Deloitte e KPMG e as empresas Arthur Andersen, BDO e Grant Thornton.

⁴ Se a empresa utiliza as IAS como reporte primário ou conjuntamente com as normas nacionais.

Hassan *et al* (2009) estudaram 80 empresas não financeiras cotadas do Egipto, de 1995 a 2002. Na sua análise empírica, concluíram não existir implicações da divulgação voluntária na relevância da informação das empresas. A divulgação obrigatória foi similarmemente abordada, a qual revelou que uma maior divulgação da informação diminuía a relevância da informação. Os autores justificaram esta ligação negativa da divulgação e relevância ao contexto contabilístico do país, com uma fraca coação ao não cumprimento da divulgação obrigatória e aos altos custos associados com o aumento da divulgação. Para os autores, são vários os factores que determinam os efeitos da divulgação, como o tipo de divulgação, o contexto onde está inserido ou o *trade-off* entre custo e benefício.

Tanto para Alfaraih & Ianezi (2011) como para Belgacem & Omri (2014), os resultados demonstraram que a divulgação não tem influência na relevância da informação. No entanto, os estudos dos dois autores basearam-se na divulgação voluntária em países com um contexto diferente do de Portugal (Tunísia e Kuwait, respectivamente).

Dada a limitada literatura neste campo, esta investigação irá debruçar-se no efeito da divulgação obrigatória na relevância da informação, para as empresas cotadas portuguesas. De forma a ligar os dois temas da investigação, a qualidade e a quantidade da informação contabilística, e com base no estudo de Alfaraih & Ianezi (2011), foram formuladas três hipóteses:

H1: O nível de divulgação obrigatório das empresas cotadas portuguesas está positivamente relacionado com a cotação e rendibilidade das acções.

H2: Quanto maior o nível de divulgação obrigatória das empresas cotadas portuguesas, maior a relevância dos EPS.

H3: Quanto maior o nível de divulgação obrigatória das empresas cotadas portuguesas, maior a relevância dos BVPS.

III. Metodologia

3.1. Amostra

Sendo necessária a construção de um índice de divulgação, a amostra do presente estudo é composta pelas empresas que integram o índice PSI Geral no ano de 2016, cotadas na *Euronext* Lisboa, por divulgarem ao público as suas demonstrações financeiras. Da população total de 48 empresas, foram retiradas todas as empresas representativas do sector financeiro (6), devido à especificidade das suas transações, que fazem com que a informação contabilística e respectiva divulgação sigam regras diferentes às restantes empresas da amostra (Belgacem & Omri, 2014; Alfaraih & Ianezi, 2011), bem como as empresas futebolistas (3), por também terem especificidades no seu relato financeiro (Gaio & Mateus, 2014). A amostra final é constituída por 39 empresas cotadas portuguesas (ver Tabela I, em anexo).

3.2. *Índice de Divulgação*

O Índice de Divulgação é um instrumento válido e fiável largamente utilizado na literatura da divulgação de informação, tanto voluntária como obrigatória (Gaio & Mateus, 2014; Mutawaa & Hewaidy, 2010; Alfaraih & Ianezi, 2011). Este índice é constituído por um conjunto de itens selecionados que podem ser divulgados nos relatórios contabilísticos, sendo considerado o melhor método para medir a extensão da divulgação (Hossain, 2013).

Para conhecer o nível de divulgação obrigatória de cada empresa da amostra foi realizada uma adaptação à *checklist* construída por Gaio & Mateus (2014), de forma a ser possível a realização de uma análise evolutiva dos compromissos de divulgação das empresas cotadas portuguesas. Esta *checklist*⁵ é constituída por 114 itens de informação a constar nas notas das Demonstrações Financeiras, com base no que é requerido na IAS 1 - Apresentação das Demonstrações Financeiras, tendo em conta todas as emendas à norma realizadas até à data de 2014.

Seguidamente, foram consultados e analisados os relatórios anuais das empresas que constituem a amostra, utilizando uma abordagem dicotómica em que cada item tem uma das seguintes três denominações: “1” quando divulgado, “0” quando não divulgado e “N/A” quando o item não foi considerado aplicável para a empresa em questão, devido por exemplo à natureza das suas operações (Galani *et al*, 2011; Ali *et al*, 2004). O maior problema deste método é a presença de alguma subjetividade na atribuição entre “0” e “N/A”, devido à dificuldade na sua classificação, confirmada por Chau & Gray (2002). Assim, é necessária a

⁵ A *checklist* utilizada neste estudo não foi incluída no presente documento. Contudo, está disponível perante qualquer solicitação.

verificação de todo o relatório de forma a entender a complexidade e natureza das operações e perceber se um item é ou não aplicável à empresa em questão (Ali *et al*, 2004).

Na construção da *checklist*, considerou-se que os requisitos da IAS 1 que contivessem mais de um tipo de informação, seriam desagregados em itens individuais. Quando a desagregação não foi possível, classificou-se o requisito como “1” quando houve divulgação de mais de metade do que era exigido e “0”, caso contrário (Gaió & Mateus, 2014).

Para reduzir o nível de subjetividade na realização de julgamentos sobre a importância relativa de cada item do Índice de Divulgação, e por se considerarem todos igualmente importantes para os usuários das informações contabilísticas, foi dada a mesma ponderação a cada item do índice (Uyar *et al*, 2013; Chau & Gray, 2002; Cooke, 1989).

Devido à existência de itens não aplicáveis, surge a necessidade de se aplicar um Índice de Divulgação relativo, uma abordagem mais precisa e menos penalizadora do que assumir que todas as empresas têm requerimentos de divulgação idênticos (Owusu-Ansah, 1998; Galani *et al*, 2011; Street & Bryant, 2000). Assim, foi utilizado um Índice de Divulgação relativo não ponderado (IDr), que consiste no rácio entre a soma dos itens divulgados e a soma dos itens divulgados e não divulgados, como se mostra:

$$IDr = \frac{\sum_{i=1}^m di}{n}$$

Onde: d=1, quando o item i é divulgado; d=0, quando o item i não é divulgado; m= número de itens divulgados; n= número de itens passíveis de divulgação.

Quanto maior o índice de divulgação, maior é o nível de *compliance* da empresa com a IAS 1. Segundo Mutawaa & Hewaidy (2010), existem quatro tipos principais de *compliance* com os requisitos exigidos. É considerada “Alta *compliance*” quando o Índice de Divulgação é igual ou superior a 80%, “Intermédia” quando o índice se enquadra entre os 60% e os 79% e “Baixa” entre os 40% e os 59%. Quando o nível de *compliance* é inferior a 40%, considera-se que existe uma grande falha da divulgação em relação ao que é exigido.

Um maior nível de *compliance* das empresas para com as normas aplicadas sugere maior transparência, mitigando assim a incerteza sobre a sua situação (Tsalavoutas & Dionysiou, 2014), por se entender que existe a divulgação tanto das “boas notícias”, como das “más” (Verrecchia, 2001).

3.3. Modelo Estatístico

Os modelos mais usados na literatura para analisar a relevância de informação são: Modelo do Preço e Modelo do Retorno. O Modelo do Preço (Ohlson, 1995) faz a associação entre a cotação das acções das empresas com a informação contabilista (EPS e BVPS), enquanto o Modelo do Retorno (Easton & Harris, 1991) procura determinar a relevância da informação em função do grau e das variações dos EPS, analisando se a informação contabilística reflecte os acontecimentos capazes de afetar a rendibilidade das empresas (Chen *et al*, 2001).

O Modelo do Preço assume mercados eficientes (Hellström, 2006), ou seja, mercados em que os preços conseguem reflectir a informação disponível, desde que o proveito marginal

dessa informação exceda o seu custo marginal (Fama, 1991). O mercado de capitais português foi apreciado como eficiente na forma *semi-forte* (que usufrui de toda informação pública disponível), dado que as cotações reagem rapidamente à divulgação dos resultados contabilísticos (Romacho & Cidrais, 2007), podendo por isso ser utilizado o modelo de avaliação já referido.

Segundo Chen *et al.* (2001) e Ye (2007) o Modelo do Preço é mais vantajoso relativamente ao Modelo do Retorno, e cada vez mais usado na literatura (Morais & Curto, 2008; Collins *et al.*, 1997; Chen *et al.*, 2001), pela aplicação de duas componentes da informação contabilística (BVPS e EPS), permitindo assim avaliar a relevância da informação tanto através do Balanço como também através da Demonstração de Resultados, enquanto o Modelo do Retorno se foca unicamente na componente da Demonstração de Resultados. Pelo contrário, para Filip & Raffournier (2010) o Modelo do Retorno é o que apresenta menos problemas econométricos. Por ambos os modelos terem as suas vantagens específicas, e para maior robustez dos resultados, este estudo incorporará os dois modelos, que servirão para testar a hipótese H1.

Para testar as Hipóteses H2 e H3, foi incorporada nos Modelos do Preço e do Retorno uma interação entre as variáveis contabilísticas e a variável de divulgação (IDr). A estas regressões, os autores Alfaraih & Ianezi (2011) deram os nomes de Modelo Estendido do Preço e Modelo Estendido do Retorno.

Também serão integrados nos modelos, como variáveis de controlo, várias determinantes da relevância da informação contabilística (Alfaraih & Ianezi, 2011;

Hellström, 2006; Barth *et al*, 1998; Hassan *et al*, 2009; Collins *et al*, 1997; Iatridis, 2010; Aliabadi *et al*, 2013): sector de actividade, dimensão da empresa e rendibilidade.

Assim, vão ser usados os seguintes modelos:

Modelos Simples

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 BVPS_{it} + \beta_3 IDR_{it} + \beta_4 PERD_{it} + \beta_5 IND_{it} + \beta_6 SERV_{it} + \beta_7 LDIM_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \frac{EPS_{it}}{P_{it-1}} + \beta_2 \frac{\Delta EPS_{it}}{P_{it-1}} + \beta_3 IDR_{it} + \beta_4 PERD_{it} + \beta_5 IND_{it} + \beta_6 SERV_{it} + \beta_7 LDIM_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Modelos Estendidos

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 BVPS_{it} + \beta_3 IDR_{it} + \beta_4 EPS_{it} * IDR_{it} + \beta_5 BVPS_{it} * IDR_{it} + \beta_6 PERD_{it} + \beta_7 IND_{it} + \beta_8 SERV_{it} + \beta_9 LDIM_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \frac{EPS_{it}}{P_{it-1}} + \beta_2 \frac{\Delta EPS_{it}}{P_{it-1}} + \beta_3 IDR_{it} + \beta_4 \frac{EPS_{it}}{P_{it-1}} * IDR_{it} + \beta_5 \frac{\Delta EPS_{it}}{P_{it-1}} * IDR_{it} + \beta_6 PERD_{it} + \beta_7 IND_{it} + \beta_8 SERV_{it} + \beta_9 LDIM_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Onde: P_{it} = Preço por acção da empresa i no momento t , três meses depois do final do ano fiscal t ; R_{it} = Retorno da empresa i , no momento t , calculado com a mudança de preço e com os dividendos; EPS_{it} = Resultado por acção da empresa i no momento t ; $BVPS_{it}$ = Valor contabilístico por acção da empresa i no momento t ; P_{it-1} = Preço por acção da empresa i , nove meses antes do final do ano fiscal t ; ΔEPS_{it} = Alteração no resultado por acção desde o momento $t-1$ até ao momento t , da empresa i ; IDR_{it} = Valor referente ao Índice de Divulgação relativo da

empresa i no momento t ; $PERD_{it}$ = Variável *dummy* em que “1” representa que a empresa teve resultados negativos no momento t e “0”, caso contrário; IND_{it} = Variável *dummy* em que “1” representa o sector industrial e “0”, caso contrário; $SERV_{it}$ = Variável *dummy* em que “1” representa o sector dos serviços e “0”, caso contrário; $LDIM_{it}$ = Logaritmo do total de ativos da empresa i no momento t ; t = ano fiscal 2014.

O resultado esperado é que quanto maior o nível de divulgação, maior a relevância da informação, ou seja, é expectável que os coeficientes β_3 dos Modelos Simples e os coeficientes β_4 e β_5 de ambos os Modelos Estendidos sejam simultaneamente positivos e significativos.

Em estudos anteriores, tentou perceber-se que outros factores poderiam impactar na cotação e rendibilidade das acções das empresas, nomeadamente a dimensão, rendibilidade e sector de actividade:

Apesar da existência de estudos em que se conclui não haver associações consideráveis com a relevância (Alfaraih & Ianezi, 2011; Magro, 2014), a dimensão da empresa continua a ser considerada na literatura (Collins *et al*, 1997; Barth *et al*, 1998; Iatridis, 2010; Aliabadi *et al*, 2013; Hassan *et al*, 2009; Tsalavoutas & Dionysiou, 2014). O foco na dimensão da empresa pode ser justificado pelo facto de empresas de maior dimensão serem frequentemente um maior alvo da atenção pública e dos *media* (Naceur & Omrane, 2011), o que pode ter implicações positivas na qualidade da informação que é divulgada ao exterior.

A *proxy* utilizada para a dimensão da empresa foi o logaritmo do total de activos. A utilização do logaritmo tem a intenção de neutralizar o efeito do tamanho entre as empresas da amostra.

A rendibilidade é tida como uma variável ambígua na literatura existente, porque tanto as empresas com maiores lucros como as menos rentáveis têm razões distintas para divulgar informação relevante. Quando é lucrativa, a empresa procura demonstrá-lo publicamente, para conseguir potenciar as suas qualidades ao exterior. Contrariamente, as empresas menos lucrativas tenderão a divulgar informação de qualidade para conseguir atrair a confiança dos investidores (Michailescu, 1999) e minimizar o efeito do menor desempenho económico. Os estudos anteriores demonstraram esta mesma ambiguidade, por se terem obtido ao longo dos estudos tanto relações positivas como negativas da rendibilidade com a qualidade da informação (Alfaraih & Ianezi, 2011; Collins *et al*, 1997; Barth *et al*, 1998; Iatridis, 2010).

Para incorporar esta variável no modelo estatístico, foi utilizada como *proxy* uma variável *dummy*, em que “1” demonstra que a empresa teve resultados negativos e “0” que a empresa teve resultados positivos (Alfaraih & Ianezi, 2011; Collins *et al*, 1997; Barth *et al*, 1998).

Magro (2014) demonstrou existirem diferenças nas políticas contabilísticas utilizadas de acordo com a actividade das empresas. Assim, o sector económico em que a empresa opera pode também influenciar a relevância da sua informação (Hellström, 2006; Hassan *et al*, 2009; Barth *et al*, 1998; Tsalavoutas & Dionysiou, 2014; Cabrita, 2008; Aliabadi *et al*,

2013). Alfaraih & Ianezi (2011) obtiveram no sector industrial uma forte relação com a cotação das acções, demonstrando que este sector pode dar maior importância à relevância da informação do que os restantes. As razões apontadas por Gaio & Mateus (2014) prendem-se com a existência de sectores com impactos mais significativos na sociedade, que têm exigências de divulgação distintas e que, por isso, têm também uma diferente qualidade da informação; e pelas empresas que pertencem ao mesmo sector terem práticas contabilísticas idênticas (teoria da legitimidade).

Utilizando o *Industry Classification Benchmark* (ICB), considerou-se a repartição dos sectores em industrial (*Oil & Gas, Basic Materials e Industrials*), serviços (*Healthcare, Technology, Consumer Services e Telecommunications*) e outros (composta pelas restantes indústrias). Deste modo, para avaliar a influência na qualidade da informação do sector de actividade, foram consideradas duas variáveis de controlo *dummy*. A primeira assume o valor “1” para o sector industrial e “0”, caso contrário; A segunda assume o valor “1” para o sector dos serviços e “0”, caso contrário.

As variáveis utilizadas nos modelos foram retiradas das bases de dados *Datastream* e *Thomson Reuters*, sendo que a informação relativa a cotações teve origem no *site* da Bolsa de Lisboa, de forma a obter a informação o mais fidedigna possível para cada variável utilizada. Toda a análise estatística e econométrica foi realizada através do *software* SPSS (*Statistical Package for the Social Sciences*).

IV. Análise dos Resultados

4.1. Estatística Descritiva das Variáveis

A Tabela I indica que a média do índice de divulgação para as empresas da amostra é de 80%, um valor praticamente igual ao que Gaio & Mateus (2014) obtiveram relativo a 2010 (81%). Estatisticamente, o teste de igualdade de médias entre as duas amostras não foi rejeitado (*valor-p*: 0,576). Esta evolução neutra pode ser devida ao curto espaço de tempo entre as duas análises, de apenas quatro anos e por, segundo Botoson (1997), a divulgação anual ter tendência para permanecer estável ao longo do tempo.

TABELA I
Análise Descritiva da Variável Índice de Divulgação

Índice	Nº itens	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio-Padrão
Índice de Divulgação	114	0.80	0.81	0.69	0.89	0.05
Gaio & Mateus (2014)	110	0.81	0.83	0.55	0.94	0.09

O desvio-padrão do presente estudo foi de 0,05, inferior ao divulgado por Gaio & Mateus (2014), o que evidencia uma menor dispersão de resultados e maior consistência na divulgação da informação entre as empresas da amostra, o que pode ser corroborado através do mínimo e máximo dos resultados, que neste estudo foram bastante menos díspares. Este aspecto pode ser verificado na comparação individual das empresas da amostra, sendo que a maioria se situa aproximadamente nos mesmos valores, com algumas exceções. As empresas que evidenciaram uma maior subida na divulgação da informação desde o estudo de Gaio & Mateus (2014) foram a Compta e a Corticeira Amorim, com aumentos superiores

a 10% e, do lado contrário, as maiores descidas na divulgação contabilística, também superiores a 10%, ocorreram com as empresas Portucel e Pharol (antiga Portugal Telecom).

Os resultados podem indicar que em 2010, ano em que Gaio & Mateus (2014) se basearam nos Relatórios & Contas, a harmonização da informação contabilística já tinha ocorrido de forma eficiente para a maioria das empresas, uma vez que desde essa altura os níveis de divulgação das empresas cotadas portuguesas pouco se alteraram.

Também Tsalavoutas & Dionysiou (2014) encontraram um nível médio de *compliance* de 80% para um país de modelo continental, a Grécia. Segundo a escala de Mutawaa & Hewaidy (2010), as empresas cotadas portuguesas têm um nível de divulgação entre o intermédio e o alto (nível de divulgação superior a 60%).

Tendo em conta as quatro categorias principais em que Gaio & Mateus (2014) dividiram o seu índice de divulgação, é possível notar na Tabela II (em anexo) que a divulgação é mais elevada para o grupo da Estrutura de Conteúdo (0,91) e mais reduzido na divulgação de informação relativa a Capital (0,65). Neste aspecto notam-se algumas dissemelhanças em relação aos valores de Gaio & Mateus (2014) que, por exemplo, têm um valor médio bastante mais reduzido na divulgação dos Julgamentos e Estimativas (0,59) quando comparado com o do presente estudo (0,80), sendo uma evolução favorável que sugere que as empresas estão a divulgar mais as bases das suas estimativas e/ou estão a usar mais estimativas no seu relato financeiro, o que pode demonstrar uma melhor aplicação das normas. Também a secção das Políticas Contabilísticas teve alguma disparidade de valores. Enquanto no presente estudo se atingiu uma percentagem de 75% de divulgação, para Gaio

& Mateus (2014) o valor foi de 94%. No entanto, esta diferença pode ser referente ao facto de que esta foi a única secção que não comparou exactamente os mesmos itens que Gaio & Mateus (2014), apresentando quatro itens adicionais de divulgação da informação.

As estatísticas descritivas das restantes variáveis estudadas nos modelos podem ser visualizadas na Tabela III (em anexo), verificando-se um desvio-padrão mais elevado na variável $\frac{\Delta EPS_{it}}{P_{it-1}}$ e na dimensão das empresas da amostra. As variáveis R_{it} e $\frac{EPS_{it}}{P_{it-1}}$ apresentam médias negativas no período estudado. Em relação à variável Dimensão da empresa, apesar da grande diferença entre a média e a mediana, a eliminação dos valores *outliers* não diminui esta disparidade, verificando-se uma maior quantidade de empresas com um activo inferior a 700 milhões na amostra deste estudo, apesar de existirem na amostra empresas com valores de activo muito mais elevados. Dada a reduzida dimensão da amostra, optou-se por se apresentar os resultados para toda a amostra.

Na Tabela IV (em anexo) é possível observar as correlações de Pearson e de Spearman entre as variáveis dependentes e independentes. As correlações dão uma ideia inicial de que a divulgação, por si só, não acrescenta relevância à informação, por não existirem correlações significativas entre esta variável (IDR) e as variáveis dependentes (Retorno e Preço). Verifica-se, como seria expectável, uma correlação significativa entre as variáveis EPS e $\frac{EPS_{it}}{P_{it-1}}$, por mensurarem a mesma realidade.

Tanto na correlação de Pearson como na correlação de Spearman, não foram encontradas correlações superiores a 0,8 o que pode significar não existirem problemas de multicolinearidade entre as variáveis (Alfaraih & Ianezi, 2011; Gujarati, 2003).

4.2. Resultados Estatísticos

Para ser possível a confirmação ou rejeição das hipóteses em estudo, foram postos em prática os Modelos do Preço e do Retorno sem interações (Ohlson, 1995; Easton & Harris, 1991) e os Modelos Estendidos do Preço e do Retorno (Alfaraih & Ianezi, 2011), cujos resultados estão sumarizados na Tabela V (em anexo). Os modelos utilizados, de regressão linear múltipla, apresentam os pressupostos de normalidade e de homocedasticidade.

Numa primeira análise, foram aplicadas as regressões lineares dos modelos sem interações. Ao nível do coeficiente de determinação, os modelos simples do Preço e do Retorno apresentam um nível de explicação da relevância da informação de 68,4% e 48,5%, respectivamente, sendo significativos ao nível de 1% (valor-p < 0,01). Os resultados indicam que o nível de divulgação, isoladamente, não é relevante na informação da empresa, pelo facto de os coeficientes β_3 de ambos os modelos serem não significativos. Deste modo, é rejeitada a hipótese H1, como se tinha inicialmente previsto com a análise das correlações.

A rejeição clara da hipótese H1 pode ser justificada pelas características em que assenta o sistema contabilístico do Modelo Continental. Havendo em Portugal uma grande dependência bancária, as necessidades de divulgação da informação para o exterior não são tão exigentes como no Modelo Anglo-Saxónico, o que pode contribuir para que a divulgação não tenha influência na relevância da informação. Ball *et al* (2001) sugeriram que os países anglo-saxónicos teriam maior relevância de informação do que os países do modelo continental.

Contrariamente, as medidas contabilísticas mostram-se significativas nos modelos simples. Tanto o EPS como o BVPS, no Modelo do Preço são positivamente significativas, assim como a variável $\frac{EPS_{it}}{P_{it-1}}$ do Modelo do Retorno, o que sugere que existe uma associação positiva entre o valor contabilístico das empresas e a cotação e rentabilidade das suas acções, ou seja, que estas medidas contabilísticas são relevantes e valorizadas pelo mercado.

Pelo contrário, a variável $\frac{\Delta EPS_{it}}{P_{it-1}}$ assume uma variação negativa e não significativa com a rentabilidade da empresa. Segundo Alfaraih & Ianezi (2011), o facto do coeficiente desta variável não ser significativo pode querer dizer que os investidores se focam maioritariamente no curto-prazo, tendo em atenção apenas o EPS e não as suas alterações ao longo do tempo.

Seguidamente, procedeu-se à análise dos Modelos Estendidos do Preço e do Retorno. Nestes, os coeficientes β_4 e β_5 assumem particular importância, pois traduzem a validade ou não validade das hipóteses H2 e H3 em estudo, ou seja, se a divulgação da informação tem ou não influência na relevância da informação contabilística através da interação com o EPS e BVPS, respectivamente. Deve-se tomar em consideração o coeficiente de determinação que, no Modelo Estendido do Preço, consegue explicar 72,8% da variação da variável dependente, enquanto no Modelo Estendido do Retorno permite explicar 49,4% da variável dependente. Os dois modelos mostraram-se bastante significativos (valor-p < 0,01).

Como se pode verificar na Tabela V, a variável de interacção $BVPS_{it} * IDR_{it}$ (β_5 do Modelo do Preço) exhibe um sinal positivo, sendo significativa ao nível de 10%. Deste modo, a terceira hipótese do estudo é validada, confirmando-se que o nível de divulgação

obrigatória das empresas cotadas portuguesas tem relevância para os investidores, quando medido pelo BVPS. Assim, quando a divulgação da informação aumenta, a relevância do BVPS aumenta também para as empresas cotadas portuguesas. Deste modo, a hipótese H3 é validada.

Por outro lado, ambos os coeficientes β_4 dos modelos, embora positivos, não têm significância no termo dependente, o que rejeita a segunda hipótese (H2) em estudo. A variável $\frac{\Delta EPS_{it}}{P_{it-1}}$ (β_5 do Modelo do Retorno) confirma estes resultados e a rejeição da hipótese H2, demonstrando que também a variação do EPS ao longo do tempo não é relevante para a informação recebida pelos investidores.

Os resultados atestam em parte os obtidos com Tsalavoutas & Dionysiou (2014), dado que se validou que o nível de divulgação da informação tem uma influência positiva da relevância do BVPS, ou seja, que uma maior divulgação da informação aumenta o valor relevante do BVPS.

Uma possível justificação para a divulgação da informação, isoladamente, não ser relevante, e para não aumentar a relevância do EPS, é o facto de o índice de divulgação fazer uma fraca discriminação entre as empresas, como já tinha sido referido por Alfaraih & Ianezi (2011). Neste estudo, o índice de divulgação concentrou-se dentro dos mesmos valores, tendo um alcance de divulgação entre os 69% e os 89%, o que pode prejudicar a diferenciação entre as empresas neste aspecto, contribuindo para a não validação das hipóteses H1 e H2 do estudo.

Relativamente às variáveis de controlo, os resultados sugerem uma associação positiva da dimensão da empresa com a cotação das acções das empresas (Modelo Estendido do Preço) e a existência de uma relação negativa do sector dos serviços com a rendibilidade das acções (Modelo Estendido do Retorno).

V. Conclusões

Este estudo teve como principal objectivo analisar a relevância da divulgação de informação exigida pela IAS 1. Foi também feita uma análise evolutiva da divulgação da informação das empresas cotadas portuguesas, suportada no artigo de Gaio & Mateus (2014).

Para tal, foi construído um Índice de Divulgação Obrigatória, segundo Gaio & Mateus (2014), que demonstrou existir um nível de *compliance* dos níveis de divulgação de 80% para as empresas cotadas portuguesas no ano de 2014, apenas um ponto percentual abaixo daquilo que foi calculado pelas autoras no seu estudo, referente ao ano de 2010. Com a não rejeição do teste de igualdade de médias, concluiu-se que a evolução da divulgação da informação contabilística foi neutra e praticamente nula, indo de encontro às conclusões de Botoson (1997), de que o nível de divulgação anual tende para permanecer estável ao longo dos anos. Adicionalmente, os resultados sugerem a eficiente implementação da harmonização da informação contabilística para a maioria das empresas cotadas portuguesas, através da grande estabilidade verificada nos níveis de divulgação, nos anos estudados.

Numa primeira análise, os resultados sugerem que as medidas contabilísticas das empresas, especificamente o EPS e BVPS, são significativas para a avaliação dos

stakeholders, contrariamente ao que acontece com a variação do EPS ao longo do tempo, evidenciando um maior foco nos resultados a curto-prazo da parte do mercado.

Os resultados do estudo sugerem também que o nível de divulgação da informação não é relevante para a informação que é analisada pelo mercado. Do mesmo modo, o nível de divulgação da informação não influencia a relevância do EPS. Estes resultados podem ser justificados pela reduzida discriminação que o índice de divulgação faz entre as empresas (Alfaraih & Ianezi, 2011), dado que no presente estudo os valores do índice de divulgação se concentraram num intervalo mais restringido, entre os 69% e os 89%.

Pelo contrário, o nível de divulgação aumenta a relevância do BVPS. Isto significa que a relevância do BVPS aumenta quando a divulgação da informação também aumenta, ou seja, um aumento do nível de divulgação tem um impacto positivo na relevância do BVPS.

Os resultados sugerem ainda uma associação positiva da cotação e rendibilidade das acções com a dimensão da empresa e uma relação negativa com o sector dos serviços.

Uma limitação deste estudo é a subjetividade associada à avaliação do índice de divulgação, dependente dos critérios e conhecimentos do avaliador (Gaio & Mateus, 2014). Ao ter focado a investigação num país em particular, é difícil a extrapolação dos resultados para outros países, especialmente para países fora do modelo continental, ao qual Portugal pertence, sendo esta outra limitação do estudo. Há que salientar ainda a diminuta amostra utilizada, justificada pelo tamanho do mercado de capitais português.

O tema abordado tem ainda muitos aspectos em aberto para futuras investigações. A extensão da amostra a empresas que não estejam listadas em Bolsa seria interessante por

terem menos visibilidade para os *stakeholders* e não estarem reguladas pela CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários). Assim, uma investigação futura podia consistir na realização de um novo índice de divulgação, mas para a divulgação voluntária.

Por a investigação tomar por base apenas medidas financeiras, pode estar a ser rejeitada em parte a visão a longo-prazo. Esta seria outra aposta para estudos futuros porque, apesar de a empresa poder a estar a ter uma boa performance nas suas medidas contabilísticas de curto-prazo, pode não significar que vão ter sucesso no futuro (Aliabadi *et al*, 2013).

Referências Bibliográficas

- Alfaiate, L. (2012). Impacto das IFRS na relevância da informação contabilística. *Dissertação de Mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais*, Instituto Superior de Economia e Gestão- Universidade de Lisboa.
- Alfaraih, M. & Ianezi, F. (2011). Does voluntary disclosure level affect the value relevance of accounting information? *Accounting & Taxation* 3 (2), 65-84.
- Ali, M., Ahmed, K. & Henry, D. (2004). Disclosure compliance with national accounting standards by listed companies in South Asia. *Accounting and Business Research* 34 (3), 183-199.
- Aliabadi, S., Dorestani, A. & Balsara, N. (2013). The Most Value Relevant Accounting Performance Measure by Industry. *Journal of Accounting and Finance* 13 (1).
- Ball, R., Kothari, S. P. & Robin, A. (2001). The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings. *Journal of Accounting and Economics* 29 (1), 1-51.
- Barth, M. E., Beaver, W. H. & Landsman, W. (1998). Relative valuation roles of equity book value and net income as a function of financial health. *Journal of Accounting and Economics* 25 (1), 1-34.
- Barth, M. E., Beaver, W. H. & Landsman, W. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view. *Journal of Accounting & Economics* 31 (1-3), 77-104.

- Barth, M. E., Landsman, W. R. & Lang, M. H. (2008). International Accounting Standards and Accounting Quality. *Journal of Accounting Research* 46, 467–498.
- Belgacem, I. & Omri, A. (2014). The Value Relevance of Voluntary Disclosure: Evidence from Tunisia Stock Market. *International Journal of Management, Accounting and Economics* 1 (5), 353-370.
- Botosan, C. A. & Plumlee, M. (2000). Disclosure Level and Expected Cost of Equity Capital: An Examination of Analysts' Rankings of Corporate Disclosure.
- Cabrita, P. (2008). A relevância da informação financeira antes e após a adoção das IAS/IFRS. *Dissertação de Mestrado em Contabilidade*, Instituto Universitário de Lisboa – ISCTE Business School.
- Chau, G.K. & Gray, S. J. (2002). Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore. *The International Journal of Accounting* 37, 247-265.
- Chen, C., Chen, S. & Su, X. (2001). Is Accounting Information Value Relevant in the Emerging Chinese Stock Market? *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 10 (1), 1-22.
- Collins, D. W., Maydew, E. L. & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting & Economics* 24 (1), 39-67.
- Cooke, T. (1989). Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies. *Accounting and Business Research* 19 (74), 113–124.

- Devalle, A., Onali, E. & Magarini, R. (2010). Assessing the value relevance of accounting data after the introduction of IFRS in Europe. *Journal of International Financial Management and Accounting* 21 (2), 85–119.
- Easton, P. D. & Harris, T. S. (1991). Earnings as an Explanatory Variable for Returns. *Journal of Accounting Research* 29 (1), 19–36.
- Ernstberger, J. & Grüning, M. (2013). How do firm and country-level governance mechanisms affect firms' disclosure? *Journal of Accounting and Public Policy* 32 (3), 50–67.
- Euronext Bolsa de Lisboa* [Em linha].
Disponível em: <http://www.bolsadelisboa.com.pt/> [Acesso em: 2016/05/28].
- Fama, E. (1991). Efficient Capital Markets. *The Journal of Finance* 46 (5), 1575-1617.
- Filip, A. & Raffournier, B. (2010). The value relevance of earnings in a transition economy: the case of Romania. *The International Journal of Accounting* 45 (1), 77-103.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. & Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *Accounting Review* 79 (4), 967-1010.
- Galani, D., Alexandridis, A. & Stavropoulos, A. (2011). The Association between the Firm Characteristics and Corporate Mandatory Disclosure- The Case of Greece. *International Journal of Social, Behavioral, Educational, Economic, Business and Industrial Engineering*, 5 (5), 411 - 417.

- Gaio, C. & Mateus, C. (2014), O Relato Financeiro das Empresas Cotadas em Portugal - Grau de Conformidade com os Requisitos de Divulgação da IAS 1. *Portuguese Journal of Accounting and Management* 15, 40-73.
- Gujarati, D. N. (2003). *Basic Econometrics*. 3ª Ed. New York: McGraw-Hill.
- Hail, L. (2013). Financial reporting and firm valuation: relevance lost or relevance regained? *Accounting and Business Research* 43 (4), 329 - 358.
- Hassan, O., Romilly, P., Giorgioni, G. & Power, D. (2009). The value relevance of disclosure: Evidence from the emerging capital market of Egypt. *The International Journal of Accounting* 44 (1), 79-102.
- Hassan, O. & Marston. C. (2010). Disclosure Measurement in the Empirical Accounting Literature: A Review Article. *Uxbridge: Brunel Univ. West London, Brunel Business School Working Paper* 10-18.
- Hellström, K. (2006). The Value Relevance of Financial Accounting Information in a Transition Economy: The Case of the Czech Republic. *European Accounting Review* 15 (1), 325-349.
- Hossain, M. A. (2013). Disclosure Index Approach in Accounting Research: Some Insights.
- Iatridis, G. (2010). International Financial Reporting Standards and the quality of financial statement information. *International Review of Financial Analysis* 19 (3), 193-204.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976) Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4), 305-360.

- Lang, M. & Lundholm, R. (1993). Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures. *Journal of Accounting Research* 31 (2), 246-271.
- Lobo, G. J. & Zhou, J. (2001) Disclosure quality and earnings management, *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics* 8 (1), 1-20.
- Magro, N. (2014). A comparabilidade das demonstrações financeiras na Europa. *Dissertação de Mestrado em Gestão, especialização em Contabilidade*, Instituto Universitário de Lisboa – ISCTE Business School.
- Michailescu, C. (1999). The determinants of the quality of accounting information disclosed by French listed companies. *1999 EAA Congress*, 1-20.
- Morais, A. & Curto J. (2008). Accounting quality and the adoption of IASB standards – Portuguese evidence. *Revista Contabilidade & Finanças* 19 (48), 103-111.
- Morris, R. D. (1987). Signalling, Agency Theory and Accounting Policy Choice. *Accounting and Business Research* 18 (69), 47-56.
- Mutawaa, A. A. & Hewaidy, A. M. (2010), Disclosure level and compliance with IFRS's: an empirical investigation of Kuwaiti companies. *The International Business & Economics Research Journal* 9 (5), 33-49.
- Naceur, S. B. & Omran, M. (2011). The Effects of Bank Regulations, Competition, and Financial Reforms on Banks' Performance. *Emerging Markets Review* 12 (1), 1-20.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Security Valuation. *Contemporary Accounting Research* 11 (2), 661-687.

- Owusu-Ansah, S. (1998). The impact of corporate attributes on the extent of mandatory disclosure and reporting by listed companies in Zimbabwe. *The International Journal of Accounting* 33 (5), 605- 631.
- Romacho, J. C. & Cidrais, V. G. (2007). A eficiência do mercado de capitais português e o anúncio dos resultados contabilísticos. *Tékhnē - Revista de Estudos Politécnicos* (7), 235-252.
- Silva, E. (2009). A Relevância das Informações Financeiras das Empresas Brasileiras Cotadas. *Dissertação de Mestrado em Gestão de Empresas*, Instituto Universitário de Lisboa – ISCTE Business School.
- Street, D. L., Gray, S. J. & Byrant, S. M. (1999). Acceptance and Observance of International Accounting Standards: An Empirical Study of Companies Claiming to Comply with IASs. *The International Journal of Accounting* 34 (1), 11-48.
- Street, D.L. & Bryant, S. M. (2000). Disclosure level and compliance with IASs: a comparison of companies with and without U.S. listings and filings. *The International Journal of Accounting* 35 (3), 305-329.
- Street, D.L. & Gray, S. J. (2002). Factors influencing the extent of corporate compliance with International Accounting Standards: summary of a research monograph. *Journal of International Accounting Auditing & Taxation* 11, 51-76.
- Tsalavoutas, I. & Dionysiou, D. (2014). Value relevance of IFRS mandatory disclosure requirements. *Journal of Applied Accounting Research*, 15 (1), 22 – 42.

- Uyar, A., Kilic, M. & Bayyurt, N. (2013). Association between firm characteristics and corporate voluntary disclosure: Evidence from Turkish listed companies. *Intangible capital*, 9 (4), 1080-1112.
- Verrecchia, R. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics* 32 (1-3), 97-180.
- Wallace, R. & Naser, K. (1995). Firm-Specific Determinants of the Comprehensiveness of Mandatory Disclosures in the Corporate Annual Reports of Firms Listed on the Stock Exchange of Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy* 14 (4), 311-368.
- Ye, J. (2007). Price Models and the Value Relevance of Accounting Information. *City University of New York - Baruch College - Stan Ross Department of Accountancy*.
- Zhang, X. (2012). Information Relevance, Reliability and Disclosure. *Review of Accounting Studies* 17 (1), 189-226.

Anexos

TABELA I

Índice de Divulgação por Empresa

Nº	Empresa	Gaio & Mateus (2014)	Índice de Divulgação
1	Altri, SGPS, SA	0.80	0.79
2	Cimpor- Cimentos de Portugal, SGPS, SA	0.83	0.87
3	Cofina, SGPS, SA	0.78	0.82
4	Compta- Equip. e Serviços de Informática, SA	0.55	0.71
5	Corticeira Amorim, SGPS, SA	0.62	0.74
6	CTT- Correios de Portugal, SA	-	0.86
7	EDP-Energias de Portugal, SGPS, SA	0.86	0.88
8	EDP Renováveis, SA	-	0.84
9	Estoril Sol- SGPS, SA	0.78	0.78
10	F.Ramada- Investimentos, SGPS, SA	0.70	0.76
11	Galp Energia, SGPS, SA	0.86	0.84
12	Glintt- Global Intelligent Technologies, SGPS, SA	0.72	0.76
13	Grupo Media Capital, SGPS, SA	0.73	0.75
14	Ibersol- SGPS, SA	0.83	0.73
15	Imobiliária Construtora Grão Pará, SA	0.66	0.69
16	Impresa, SGPS, SA	0.86	0.85
17	Inapa- Investimentos, Participações e Gestão, SA	0.88	0.89
18	Jerónimo Martins- SGPS, SA	0.86	0.82
19	Lisgráfica- Impressão e Artes Gráficas, SA	0.79	0.72
20	Luz Saúde, SA	-	0.79
21	Martifer- SGPS, SA	0.85	0.84
22	Mota-Engil- SGPS, SA	0.87	0.87
23	NOS, SGPS, SA	0.93	0.85
24	Novabase- SGPS, SA	0.93	0.84
25	Pharol, SGPS S.A.	0.94	0.83
26	Portucel- Empresa Produtora de Pasta e Papel, SA	0.94	0.82
27	Reditus, SGPS, SA	0.76	0.76
28	REN- Redes Energéticas Nacionais, SGPS, SA	0.85	0.81
29	SAG GEST- Sol. Automóvel Globais, SGPS, SA	0.79	0.79
30	Semapa- Soc. Investimento e Gestão, SGPS, SA	0.78	0.80
31	Sociedade Comercial Orey Antunes, SA	0.78	0.81
32	Sociedade de Construção Soares da Costa, SA	0.70	0.78
33	Sonae- SGPS, SA	0.89	0.79
34	Sonae Indústria, SGPS, SA	0.89	0.87
35	SONAE COM- SGPS, SA	0.84	0.83
36	Sumol+Compal, SA	0.78	0.71
37	Teixeira Duarte- Engenharia e Construções, SA	0.87	0.82
38	Toyota Caetano Portugal, SA	0.87	0.82
39	VAA- Vista Alegre Atlantis, SGPS, SA	0.85	0.76

TABELA II
Análise Descritiva Detalhada da Variável Índice de Divulgação

Índice de Divulgação		Nº	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio- Padrão
		itens					
Índice total	Gaio & Mateus (2014)	110	0,55	0,94	0,81	0,83	0,09
	Estudo	114	0,69	0,89	0,80	0,81	0,05
Estrutura de conteúdo	Gaio & Mateus (2014)	45	0,81	1,00	0,89	0,88	0,05
	Estudo	45	0,85	0,97	0,91	0,92	0,03
Políticas contabilísticas	Gaio & Mateus (2014)	7	0,50	1,00	0,94	1,00	0,13
	Estudo	11	0,56	0,90	0,75	0,78	0,08
Julgamentos e estimativas	Gaio & Mateus (2014)	16	0,00	0,88	0,59	0,63	0,22
	Estudo	16	0,40	1,00	0,80	0,85	0,16
Capital	Gaio & Mateus (2014)	29	0,50	0,93	0,74	0,73	0,12
	Estudo	29	0,50	0,83	0,65	0,67	0,09
Outros	Gaio & Mateus (2014)	13	0,50	1,00	0,91	0,92	0,11
	Estudo	13	0,58	1,00	0,81	0,80	0,11

TABELA III
Análise Descritiva das Variáveis Dependente e Independentes

Variáveis	N	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio-Padrão
P	39	2,94	1,42	0,01	12,44	3,43
P_LY	39	3,04	2,09	0,06	12,54	3,23
R	39	-0,06	-0,04	-0,92	0,98	0,41
EPS	39	0,09	0,09	-0,96	1,01	0,30
BVPS	39	2,33	1,90	-0,20	8,45	2,25
Δ EPS	39	1,83	0,02	-2,41	64,63	10,42
IDR	39	0,80	0,81	0,69	0,89	0,05
DIM (mil)	39	3.125. 092	625.126	23.457	42.873.017	7.37.191
PERD	39	0,28	0	0	1	0,46

R= Retorno, calculado com a mudança de preço e com os dividendos; P= Preço por acção, três meses depois do final do ano fiscal; EPS = Resultado por acção; BVPS= Valor contabilístico por acção; P_LY= Preço por acção, nove meses antes do final do ano fiscal, na empresa i; Δ EPS= Alteração no resultado por acção, na empresa i; IDR= Valor referente ao Índice de Divulgação relativo; PERD= Resultado Líquido; LDIM= Logaritmo do total de ativos.

TABELA IV

Correlações Bivariadas entre as variáveis dependente e independentes

Variável	R	P	EPS	BVPS	EPS/P_LY	ΔEPS/P_LY	IDR	LDIM	PERD
R	1	0,415**	0,610**	0,243	0,570**	0,015	-0,234	-0,082	-0,349*
P	0,309	1	0,764**	0,635**	0,443**	-0,036	0,219	0,530**	-0,496**
EPS	0,580**	0,626**	1	0,403*	0,766**	0,105	0,074	0,308	-0,719**
BVPS	0,144	0,531**	0,287	1	0,258	-0,075	-0,054	0,161	-0,278
EPS/P_LY	0,522**	0,278	0,666**	0,208	1	0,267	-0,161	0,064	-0,704**
ΔEPS/P_LY	-0,006	-0,109	0,007	0,058	0,160	1	0,106	-0,115	-0,243
IDR	-0,226	0,199	0,030	-0,164	-0,108	0,031	1	0,623**	-0,137
LDIM	-0,058	0,489**	0,252	0,153	0,083	-0,120	0,653**	1	-0,289
PERD	-0,380*	-0,294	-0,651**	-0,061	-0,668**	-0,194	-0,134	-0,281	1

Notas: *, **, *** Correlação significativa ao nível de 0.1, 0.05 e 0.01, respectivamente (bilateral). O lado superior direito da tabela contém as correlações de Spearman e o lado inferior esquerdo contém as correlações de Pearson.

R= Retorno, calculado com a mudança de preço e com os dividendos; P= Preço por acção, três meses depois do final do ano fiscal; EPS= Resultado por acção; BVPS= Valor contabilístico por acção; P_LY = Preço por acção nove meses antes do final do ano fiscal; ΔEPS= Alteração no resultado por acção; IDR= Valor referente ao Índice de Divulgação relativo; LDIM= Logaritmo do total de ativos; PERD= Variável dummy em que “1” representa que a empresa teve resultados negativos e “0”, caso contrário.

TABELA V
 Resultados das Regressões dos Modelos Simples e Estendidos do Preço e do Retorno

Modelo do Preço					Modelo do Retorno				
Modelo Simples			Modelo Estendido		Modelo Simples			Modelo Estendido	
Variável	Coefficiente	Valor-p	Coefficiente	Valor-p	Variável	Coefficiente	Valor-p	Coefficiente	Valor-p
Intercept	-16,991***	0,007	-12,138*	0,086	Intercept	2,019**	0,035	2,018***	0,006
EPS	6,765***	0,000	2,208	0,938	EPS/P_LY	0,532**	0,040	-1,833	0,590
BVPS	0,484***	0,009	0,345*	0,083	Δ EPS/P_LY	-0,004	0,352	-0,003	0,608
IDR	-2,588	0,810	-0,702	0,947	IDR	-0,313	0,839	-0,212	0,894
PERD	1,739	0,123	0,913	0,445	PERD	-0,234	0,180	-0,256	0,163
IND	1,660	0,168	1,001	0,404	IND	-0,262	0,147	-0,275	0,142
SERV	2,190*	0,069	1,608	0,172	SERV	-0,513***	0,006	-0,520***	0,007
LDIM	2,045**	0,012	1,429*	0,084	LDIM	-0,159	0,163	-0,166	0,175
EPS*IDR			3,011	0,929	(EPS/P_LY)*IDR			2,868	0,482
BVPS*IDR			0,781*	0,086	(Δ EPS/P_LY)*IDR			-0,005	0,920
Estatística F	9,565***	0,000	22,343***	0,000	Estatística F	4,164***	0,002	3,15***	0,009
R ²	0,684		0,728		R ²	0,485		0,494	
R ² ajustado	0,612		0,644		R ² ajustado	0,368		0,337	

Notas: *, **, *** significativo ao nível de 0.1, 0.05 e 0.01, respectivamente.

P= Preço por acção, três meses depois do final do ano fiscal t; R= Retorno, calculado com a mudança de preço e com os dividendos; EPS= Resultado por acção; BVPS= Valor contabilístico por acção; P_LY = Preço por acção nove meses antes do final do ano fiscal; Δ EPS= Alteração no resultado por acção; IDR= Valor referente ao Índice de Divulgação relativo; PERD= Variável dummy em que “1” representa que a empresa teve resultados negativos e “0”, caso contrário; IND= Variável dummy em que “1” representa o sector industrial e “0”, caso contrário; SERV= Variável dummy em que “1” representa o sector dos serviços e “0”, caso contrário; LDIM= Logaritmo do total de ativos.