



Instituto Politécnico de Coimbra
Instituto Superior de Contabilidade
e Administração de Coimbra

Mariana Santos Ramos

Relatório Empresarial Aprimorado: Análise dos Fatores
Determinantes Para a Criação de Valor

Relatório Empresarial Aprimorado: Análise dos Fatores Determinantes Para a Criação de Valor

Mariana Santos Ramos

ISCAC | 2019

Coimbra, outubro de 2019



Instituto Politécnico de Coimbra
Instituto Superior de Contabilidade
e Administração de Coimbra

Mariana Santos Ramos

Relatório Empresarial Aprimorado: Análise dos Fatores Determinantes Para a Criação de Valor

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Fiscalidade Empresarial, realizada sob a orientação da Professora Doutora Cristina Maria Gabriel Gonçalves Góis e coorientação da Professora Doutora Clara Margarida Pisco Viseu.

Coimbra, outubro de 2019

TERMO DE RESPONSABILIDADE

Declaro ser a autora desta dissertação, que constitui um trabalho original e inédito, que nunca foi submetido a outra Instituição de ensino superior para obtenção de um grau acadêmico ou outra habilitação. Atesto ainda que todas as citações estão devidamente identificadas e que tenho consciência de que o plágio constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar na anulação da presente dissertação.

Tudo parece impossível até que seja feito.

(Nelson Mandela)

AGRADECIMENTOS

À minha orientadora, a Professora Doutora Cristina Góis, agradeço do fundo do coração, pois sem ela nada disto seria possível. A paciência que demonstrou para me aturar foi de outro mundo. Sempre esteve disponível para me ajudar, em qualquer horário, estando ou não em Portugal, aos feriados e até mesmo ao fim de semana, foi incansável todo o seu apoio e ajuda. Foi, é, e será, sem margem de dúvida, a melhor orientadora que alguém poderá ter. É um orgulho para mim poder dizer que foi minha orientadora. Obrigada por toda a preocupação que demonstrou e por todo o apoio que me deu. Devo-lhe tudo. Obrigada.

À Professora Doutora Clara Viseu, que foi provavelmente a melhor coorientadora que eu poderia ter tido a sorte de ter. Foi incansável toda a ajuda, a preocupação para comigo e para com o meu trabalho e o incentivo que me deu. Se não fosse a sua ajuda nunca iria conseguir apresentar este trabalho. Obrigada por tudo.

À Professora Doutora Maria Elisabete Duarte Neves, que sem qualquer obrigação para comigo, ou para com o meu trabalho, ajudou-me sempre que precisei e respondeu-me sempre com muita prontidão e rapidez às questões que lhe coloquei.

Ao ISCAC, que foi muito mais do que uma escola ou uma faculdade, foi como uma segunda casa para mim. Queria também agradecer a todos os docentes e não docentes com quem tive a sorte de me cruzar e que me ajudaram a crescer e a desenvolver novas competências e a criar os principais pilares para a minha vida profissional. E queria deixar um agradecimento muito especial à Doutora Maria João Jacob por toda a sua ajuda.

Aos meus Pais, Sara e Dario, que me apoiaram em tudo e mais alguma coisa, quer a nível financeiro, quer a nível pessoal, que sempre fizeram os possíveis e os impossíveis para me dar tudo o que eu precisava.

À minha irmã, Maria, que apesar de pequena é uma grande mulher, conseguiu perceber a minha ausência e mesmo cheia de saudades nunca deixou de me apoiar. Gosto muito de ti, minha princesa linda.

Aos meus avós, Maria, Ramiro e Tatá e à minha bisavó, Vóvó, que apesar de não perceberem metade daquilo que eu falo, sempre me deram muita força para nunca desistir e sempre tiveram aquela palavra amiga de apoio. Para não falar do apoio financeiro que me deram, em especial a avó Tatá, que sempre que possível ajudou-me de forma a garantir

que nada me faltava. Obrigada também a todos vocês por me incentivarem a ter fé em Deus, especialmente à Tatá e à Vóvó, que passavam a vida a dizer-me para eu me benzer e para acreditar que tudo seria possível, bastava pedir e rezar (diziam elas). Gosto muito de vocês todos, meus queridos avós.

Ao meu namorado, Bruno, que é uma das pessoas mais maravilhosas e incríveis que eu conheço, sempre estive lá para me apoiar e nunca me deixou desistir, mesmo quando o trabalho me impedia de estar ao pé dele, ele nunca, mas nunca, se chateou, sempre compreendeu e apoiou. Ele confia e acredita mais em mim do que eu própria, por isso e por muitos mais motivos, amo-te.

Ao Blackie por tudo o companheirismo.

Ao melhor que Coimbra me deu, às amigadas que construí e que levo para sempre no meu coração, com especial carinho, Cunha, Nêzita, Dê e Pina, que apesar das divergências da vida, sempre se preocuparam comigo, sempre a perguntarem se estava a correr tudo bem com a minha Dissertação e até, sem perceberem muito do assunto, ofereciam ajuda. Obrigada pelo vosso carinho e preocupação. Adoro-vos do fundo do meu coração.

À restante família e amigos, muito obrigada por tudo.

RESUMO

Num mundo onde conceitos como diversificação e inovação estão cada vez mais na moda, aliados aos elevados níveis de competitividade, levam à necessidade de elaborar relatórios cada vez mais pormenorizados, onde a informação divulgada é cada vez mais importante para aliciar os investidores.

Este trabalho tem o seu valor na originalidade, pois informa sobre os desenvolvimentos do Relatório Empresarial Aprimorado, transmite a informação de quais são os seus componentes mais importantes e analisa a relevância das divulgações voluntárias.

O principal objetivo é conseguir perceber quais os fatores determinantes para a criação de valor, a ligação das divulgações voluntárias com a criação de valor e perceber se as mesmas são relevantes para a avaliação das empresas.

A amostra é constituída pelas empresas cujos títulos estão cotados no mercado *Euronext Lisbon* e os dados necessários foram recolhidos manualmente, recorrendo à análise de conteúdo dos Relatórios e Contas consolidados.

Tendo por base a análise efetuada, é possível concluir que a maioria das empresas já desenvolve alguma preocupação com este tipo de divulgação, uma vez que a média da pontuação obtida é ligeiramente superior a 50% e, através dos modelos de regressão adotados conseguimos concluir que a qualidade dos lucros e o tamanho das empresas são os determinantes mais significativos e que as divulgações voluntárias para além de fazerem diferença para a criação de valor são relevantes para a avaliação do mercado e fornecem valor adicional através do seu poder explicativo.

Palavras-chave: Determinantes, Divulgação, Informação, Relatórios, Valor.

ABSTRACT

In a world where concepts such as diversification and innovation are increasingly in vogue, coupled with high levels of competitiveness, lead to the need to produce increasingly detailed reports, where disclosed information is increasingly important to attract investors.

This work has its value in originality, as it informs about the developments of the Enhanced Business Report, conveys the information of what are its most important components and analyzes the relevance of the voluntary disclosures.

The main objective is to be able to understand, which are the determining factors for value creation, the linking of voluntary disclosures with value creation and to understand if they are relevant to the valuation of companies.

The sample consists of the companies whose securities are listed on the Euronext Lisbon market and the necessary data were collected manually using the content analysis of the Consolidated Reports and Accounts.

Based on the analysis performed, it can be concluded that most companies already develop some concern with this type of disclosure, since the average score obtained is slightly above 50% and, through the regression models adopted we can conclude that the quality of profits and the size of companies are the most significant determinants and that voluntary disclosures apart from making a difference to value creation are relevant to market valuation and provide additional value through their explanatory power.

Keywords: Determinants, Disclosure, Information, Reports, Value.

ÍNDICE GERAL

INTRODUÇÃO	1
1 REVISÃO DA LITERATURA	4
1.1 Relatório Empresarial Aprimorado	4
1.2 Divulgações voluntárias	12
1.3 Teorias.....	17
1.3.1 Teoria da Agência.....	17
1.3.2 Teoria dos <i>Shareholders</i>	19
1.3.3 Teoria dos <i>Stakeholders</i>	19
1.3.4 Teoria da Sinalização.....	21
2 METODOLOGIA	23
2.1 Processo de seleção da amostra.....	23
2.2 Recolha dos dados.....	25
2.3 Descrição da análise e das técnicas estatísticas utilizadas	26
3 ESTUDO EMPÍRICO.....	30
3.1 Hipóteses de estudo.....	30
3.1.1 Relação entre os determinantes e o nível de divulgações	30
3.1.2 Relação entre a relevância do valor e o nível de divulgações	36
3.2 Definição das variáveis	38
3.2.1 Mensuração do nível de divulgações	38
3.2.2 Determinantes do nível de divulgações	42
3.2.3 Relevância do valor do nível de divulgações.....	45
4 RESULTADOS E DISCUSSÃO.....	48
4.1 Análise das divulgações voluntárias	48
4.2 Estatística descritiva.....	55

4.3	Matriz de Correlações	59
4.4	Análise dos determinantes do nível de divulgações.....	61
4.5	Análise da relevância do valor do nível de divulgações	66
4.6	Análise de sensibilidade e provas de robustez / Verificações de robustez	70
CONCLUSÃO		71
REFERÊNCIAS.....		74
APÊNDICES		94
APÊNDICE 1 - EMPRESAS QUE CONTEMPLAM A AMOSTRA.....		95
APÊNDICE 2 - EMPRESAS POR INDÚSTRIA (SEGUNDO O SISTEMA DE CLASSIFICAÇÃO ICB)		96
APÊNDICE 3 - LISTA DAS DIVULGAÇÕES VOLUNTÁRIAS E PONTUAÇÃO MÁXIMA POSSÍVEL DE ALCANÇAR		98
APÊNDICE 4 – OBSERVAÇÕES RELATIVAS AOS RELATÓRIOS ANALISADOS.....		99
APÊNDICE 5 – DIVULGAÇÕES VOLUNTÁRIAS: PONTUAÇÃO MÉDIA POR ITEM.....		100
APÊNDICE 6 – PRESSUPOSTOS RELATIVOS À ANÁLISE DAS DIVULGAÇÕES VOLUNTÁRIAS.....		101
APÊNDICE 7 – OBSERVAÇÕES RELATIVAS À ANÁLISE DA VARIÁVEL EQUAL.....		103
ANEXOS		104
ANEXO 1 – <i>EVIIEWS</i> : ESTATÍSTICA DESCRITIVA MODELO 1		105
ANEXO 2 – <i>EVIIEWS</i> : ESTATÍSTICA DESCRITIVA MODELOS 2 E 3		106
ANEXO 3 – <i>EVIIEWS</i> : ANÁLISE UNIVARIADA MODELO 1.....		107
ANEXO 4 – <i>EVIIEWS</i> : ANÁLISE MULTIVARIADA MODELO 1		113
ANEXO 5 – <i>EVIIEWS</i> : ESTIMAÇÃO MODELO 4.....		114
ANEXO 6 – <i>EVIIEWS</i> : ESTIMAÇÃO MODELO 5.....		115

ANEXO 7 – <i>EViews</i> : TESTE DE WALD	116
ANEXO 8 – <i>EViews</i> : ESTIMAÇÃO MODELO 3 VIA 2SLS	117
ANEXO 9 – <i>EViews</i> : ESTIMAÇÃO MODELO 3 VIA OLS	118
ANEXO 10 – <i>EViews</i> : MODELO 2	119
ANEXO 11 – <i>EViews</i> : MODELO 2 (DIVISÃO PELA MEDIANA)	120

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1.1 Triple Bottom Line da Sustentabilidade (Fonte: adaptado de Faria, 2015b, p. 19).....	7
Figura 1.2 O processo de criação de valor de uma organização (Fonte: IIRC, 2013, p. 14)	11
Figura 2.1 Representação gráfica da curtose (kurtosis) (Fonte: Portal Action, 2019)....	27
Figura 2.2 Interpretação do coeficiente de correlação de Pearson (Fonte: elaboração própria).....	27

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 2.1 Empresas por nível de indústria (segundo o ICB) (Fonte: elaboração própria)	25
Gráfico 4.1 Pontuação por categorias versus Pontuação máxima possível (2013-2017) (Fonte: elaboração própria).....	49
Gráfico 4.2 Pontuação Média Alcançada versus Pontuação Máxima Possível (Fonte: elaboração própria)	52
Gráfico 4.3 VBRSCORE: Evolução das estatísticas média, mediana, máximo e mínimo (Fonte: elaboração própria).....	54

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1.1 Conceitos do Relatório Empresarial Aprimorado e antecedentes (Fonte: adaptado de Reitmaier & Schultze, 2017, p. 57)	6
Tabela 1.2 Capitais do Relato Integrado (Fonte: adaptado de Faria, 2015a, p. 67).....	10
Tabela 2.1 Relação entre a data dos relatórios e o ano correspondente nos clubes de futebol (Fonte: elaboração própria)	24
Tabela 2.2 Classificação da distribuição das medidas de forma (Fonte: elaboração própria).....	27
Tabela 3.1 Síntese das hipóteses de investigação (Fonte: elaboração própria)	37
Tabela 3.2 Divulgações voluntárias por categoria (Fonte: adaptado de Lopes, 2015, p. 52)	40
Tabela 3.3 Pontuação máxima por categoria de divulgação voluntária considerada (Fonte: adaptado de Lopes, 2015, p. 53)	41
Tabela 4.1 Pontuação média por categoria de divulgação voluntária com evidência da Pontuação Máxima Possível (Fonte: Elaboração Própria)	49
Tabela 4.2 VBRSCORE: Máximos e Mínimos por categoria de divulgação (Fonte: elaboração própria)	50
Tabela 4.3 VBRSCORE: Evolução das estatísticas média, mediana, máximo e mínimo (Fonte: elaboração própria).....	53
Tabela 4.4 Estatística descritiva – Variáveis do Modelo 1 (Fonte: elaboração própria)	56
Tabela 4.5 Análise dos valores Máximos e Mínimos – Variáveis do Modelo 1 (Fonte: elaboração própria)	56
Tabela 4.6 Estatística descritiva – Variáveis do Modelo 2 e 3 (Fonte: elaboração própria)	58
Tabela 4.7 Coeficiente de correlação de Pearson – Variáveis do Modelo 1 (Fonte: elaboração própria)	60
Tabela 4.8 Coeficiente de correlação de Pearson – Variáveis dos Modelos 2 e 3 (Fonte: elaboração própria)	60
Tabela 4.9 Análise univariada – Variáveis do Modelo 1 (Fonte: elaboração própria)...	62

Tabela 4.10 Análise multivariada – Variáveis do Modelo 1 (Fonte: elaboração própria)	64
Tabela 4.11 Resumo da relação entre os determinantes e o VBRSCORE tendo em atenção os diferentes métodos em análise (Fonte: elaboração própria)	65
Tabela 4.12 Comparação dos dois métodos de estimação implementados no Modelo 3 (Fonte: elaboração própria)	67
Tabela 4.13 Comparação de alguns parâmetros entre os Modelos 2 e 3 (Fonte: elaboração própria)	67
Tabela 4.14 Modelo 2 com evidência da separação pela mediana (Fonte: elaboração própria)	68
Tabela 4.15 Matriz de correlação de Pearson - VBRSCORE e partes (Fonte: elaboração própria)	69

INTRODUÇÃO

O relato tradicional, normalmente designado por Relatórios e Contas avalia e justifica a rotina de uma empresa nas suas distintas componentes e dimensões, comprova se foram atingidos os objetivos a que a entidade se propôs, bem como a forma de chegar até eles e incorpora a divulgação da informação financeira, através da apresentação das Demonstrações Financeiras.

O problema é que esta forma de relato tem tendência para se focar, principalmente, no reconhecimento e na mensuração de ativos e passivos e no desempenho financeiro a curto prazo, através do tratamento periódico da informação para os acionistas. Além disso, cada vez mais, existe a preocupação com a Responsabilidade Social e Ambiental, o que leva a que seja necessário elaborar relatórios mais pormenorizados e pertinentes nestes aspetos, o que se traduz em Relatórios de Sustentabilidade. Por conseguinte, num contexto paralelo, existe também uma preocupação no que respeita à forma de divulgação, porque, atualmente, o foco recai na divulgação para com os *stakeholders*.

As limitações identificadas na informação financeira e a reduzida literatura que trata do tema que identifica quais os fatores que mais contribuem para a perceção da criação de valor por parte das empresas e a sua importância para a tomada de decisão dos investidores foi a principal motivação para a realização deste trabalho.

Também a análise do trabalho de investigação desenvolvido por Reitmaier e Schultze (2017), em que estes fizeram uma análise da relevância das divulgações e dos determinantes para a avaliação do mercado, para as empresas alemãs com valores cotados na bolsa de valores de Frankfurt, suscitou a necessidade de investigar quais seriam os resultados obtidos para a realidade das empresas portuguesas.

Apesar do tecido empresarial português ser composto na sua maioria por Pequenas e Médias Empresas, existe um número significativo de empresas com valores cotados e é nesse grupo que esta investigação vai incidir, mais especificamente no grupo de empresas com valores cotados na *Euronext Lisbon*. Esta escolha justifica-se por o modelo de investigação utilizado exigir uma grande quantidade de informação que, em Portugal, apenas está disponível para as empresas com valores cotados na Bolsa de Valores de Lisboa.

Esta Dissertação tem então como principais objetivos identificar quais são os fatores determinantes para a criação de valor nos relatórios empresariais e perceber a ligação das divulgações voluntárias com a criação de valor e verificar se as mesmas são relevantes para a avaliação das empresas no mercado. Esta investigação está sobretudo focada na avaliação daqueles determinantes, mas também são abordados alguns dos aspetos fundamentais para o modelo de Relatório Empresarial Aprimorado e a sua importância para a avaliação dos investidores.

O Relatório Empresarial Aprimorado tem com principal objetivo responder às necessidades de informação dos investidores, para que os mesmos possam fazer avaliações mais ponderadas aquando das decisões de investimento e contemplam diversas realidades como as constantes nos Relatórios de Negócios, Relatórios de Capital Intelectual, Relatórios de Valor, Relatórios de Responsabilidade Social Empresarial e Relatórios Integrados.

Com base nos objetivos definidos, o presente estudo tem como propósito responder à seguinte questão geral de investigação (1) *Quais as informações constantes nos Relatórios e Contas que são mais determinantes para a avaliação da criação de valor das empresas?* Para além desta questão, existem outras perguntas para as quais se espera conseguir obter respostas, tais como: (2) *As divulgações voluntárias fazem diferença na avaliação da criação de valor?* (3) *Serão estas divulgações voluntárias relevantes para a avaliação das empresas pelo mercado?* Assim, um dos principais objetivos deste trabalho será conseguir obter a resposta às perguntas enumeradas em cima e às que forem aparecendo no decurso da investigação.

Outro dos objetivos deste estudo será identificar quais os fatores que levam à decisão de investir por parte dos investidores e o que os leva à escolha de uma empresa em detrimento de outra quando tomam essa decisão. Pretende-se averiguar se essa decisão está relacionada, de modo positivo ou negativo, com a complexidade dos Relatórios e Contas publicados e/ou com a sua extensão.

Quando se trata de avaliar os fatores determinantes para a criação de valor, o que realmente se pretende é conseguir observar os fatores chave que se sobressaem através da leitura dos distintos relatórios, sendo estes na sua maioria os Relatórios e Contas anuais publicados pelas empresas. Inclusive, um dos objetivos do estudo proposto será verificar o nível de divulgações voluntárias efetuadas pelas empresas que contemplam a amostra.

Para cumprir os objetivos definidos anteriormente, e numa primeira etapa, será efetuada uma investigação sobre esta temática, mais concretamente, uma forte revisão da literatura. Desta revisão da literatura surgem os argumentos para deduzir e suportar as hipóteses gerais da investigação empírica.

A segunda etapa recai na constituição da amostra, através da identificação das empresas com valores cotados na bolsa portuguesa que melhor se enquadram, recorrendo à análise qualitativa comparativa para a recolha da informação e dos dados necessários.

Para a obtenção dos dados, utilizaremos uma pontuação (*score*) abrangente, desenvolvida a partir de um modelo de avaliação, para identificar um conjunto de itens de informação que permitirá conseguir obter resultados para perceber quais são os fatores determinantes para a criação de valor, quer para a empresa, quer para o investidor.

Na terceira etapa irá ser desenvolvido o estudo empírico, começando pela definição das hipóteses de trabalho e das variáveis, recorrendo à aplicação dos testes estatísticos necessários para a obtenção dos resultados, com a ajuda do programa *EViews 7* para a análise e tratamento dos dados.

Por último, a quarta etapa, implica o desenvolvimento do trabalho de investigação realizado, a discussão dos resultados obtidos, que é uma parte fundamental juntamente com a análise de sensibilidade e provas de robustez, e, por fim, os ajustes necessários para a sua conclusão.

Posto isto, e com base nas teorias contabilísticas abordadas nesta investigação, a Teoria da Agência, dos *Stakeholders*, dos *Shareholders* e a da Sinalização, espera-se conseguir criar uma linha de investigação forte e segura que leve a resultados positivos.

Este trabalho encontra-se estruturado e dividido em quatro capítulos. Inicia-se através de uma breve introdução, seguida da revisão da literatura (primeiro capítulo), onde são explicitados alguns conceitos essenciais para que o leitor compreenda a sua leitura. O segundo capítulo é dedicado à explicação da metodologia, que contempla o processo de seleção da amostra, a recolha dos dados e a descrição da análise e das técnicas estatísticas utilizadas. No terceiro capítulo encontra-se desenvolvido o estudo empírico, que incorpora as hipóteses de estudo e a definição das variáveis. O quarto e último capítulo apresenta os resultados e discussão dos mesmos. Este trabalho finaliza-se com a apresentação de uma conclusão sucinta.

1 REVISÃO DA LITERATURA

Segundo Galvão (2017), a revisão da literatura permite a análise do que já foi escrito sobre o tema a investigar. Com a presente revisão da literatura pretende-se proporcionar conhecimentos sobre o Relatório Empresarial Aprimorado, as divulgações voluntárias e as teorias contabilísticas que mais se enquadram neste estudo.

1.1 Relatório Empresarial Aprimorado

A estratégia sempre dominou o rumo da vida do Homem, seja a nível cultural, social, empresarial ou económico (Faria, 2015b). Desde sempre existiu a necessidade do registo, desde os tempos primitivos com a preocupação do Homem em contar os seus rebanhos para saber a sua riqueza, passando pelos egípcios e babilónicos que registavam as suas transações comerciais em cerâmicas, seguindo-se as fichas de barro, até que chegamos ao pai da contabilidade (Luca Pacioli) e ao método das partidas dobradas, que esteve na origem da contabilidade que é implementada nos dias de hoje.

Esta contabilidade implica o relato da informação financeira, que consiste em descrever toda a informação sobre as atividades económicas e financeiras de um indivíduo ou de uma empresa. Sendo que o objetivo primordial da informação financeira é fornecer dados sobre a situação financeira, as alterações que ocorrem e os resultados das operações aos utentes por ela interessados (Pereira, 2016).

Para Reitmaier e Schultze (2017), uma das funções da contabilidade financeira é a de transmitir, aos usuários das Demonstrações Financeiras, informações úteis para o processo de avaliação das decisões económicas (Staubus, 2000). Segundo os autores, os investidores comparam o valor intrínseco de um ativo com o seu preço para determinarem se devem comprar, manter ou vender (Penman, 2012; Stowe, Robinson, Pinto, & McLeavy, 2002).

Segundo Reitmaier e Schultze (2017), é frequentemente alegado que a relevância do valor da informação contabilística se deteriorou nas últimas décadas devido à crescente importância dos intangíveis (Lev & Zarowin, 1999; Vafaei, Taylor, & Ahmed, 2011). Francis e Schipper (1999) investigam a relevância das informações das Demonstrações Financeiras para os investidores, para fins de avaliação ao longo do tempo e, segundo eles, a relevância das informações sobre os lucros tem vindo a diminuir enquanto que a

relevância das informações sobre o balanço patrimonial e valor contabilístico tem aumentado.

No entanto, quer os investigadores, quer os profissionais da área concordam que as informações fornecidas pelas Demonstrações Financeiras, muitas das vezes não são suficientes para este propósito, e que informação adicional, especialmente informação relacionada com a avaliação, é necessária (Copeland, Koller, & Murrin, 2000; Cordazzo, 2005; Eccles, Serafeim, & Krzus, 2011; Edvinsson & Malone, 1997; FASB, 2001; Koller, Goedhart, & Wessels, 2010; Reitmaier & Schultze, 2017; Striukova, Unerman, & Guthrie, 2008).

Esta carência de informação levou também a que, ao longo do tempo, fossem desenvolvidos diferentes conceitos do Relatório Empresarial Aprimorado, para atender às necessidades adicionais de informação (Boedker, Guthrie, & Binney, 2007; Boedker, Mouritsen, & Guthrie, 2008). O Relatório Empresarial Aprimorado procura atender às principais necessidades dos investidores, para que estes possam fazer avaliações mais completas e ponderadas das empresas aquando das decisões de investimento, e recebeu muita atenção quer na prática comercial quer na área científica. Este conceito é desenvolvido a partir da verificação de que as informações fornecidas pelos relatórios financeiros são insuficientes para uma decisão “completa” por parte dos investidores (FASB, 2001; Reitmaier & Schultze, 2017).

A finalidade do Relatório Empresarial Aprimorado visa atender às necessidades de informação que os investidores procuram para puderem avaliar de forma consciente as empresas, aquando das decisões de investimento.

Segundo Reitmaier e Schultze (2017), o principal objetivo do Relatório Empresarial Aprimorado é o de fornecer informações que diminuam a distância entre o valor de mercado intrínseco potencial e o valor de mercado atual (Kristandl & Bontis, 2007; Ruhwedel & Schultze, 2002). No entanto, ainda não é possível identificar com clareza quais são os itens de informação que são relevantes para auxiliar os investidores no processo de avaliação das empresas.

São vários os conceitos do Relatório Empresarial Aprimorado que têm vindo a ser desenvolvidos por profissionais e na literatura académica (Boedker *et al.*, 2007; Boedker *et al.*, 2008). Conceitos como Relatório de Negócios, Relatório de Capital Intelectual, Relatório de Valor, Relatório de Responsabilidade Social Corporativa e Relatório

Integrado visam a extensão do Relatório Financeiro tendo em conta as informações adicionais e tem como finalidade atender às necessidades de informação dos investidores (Abeysekera, 2013; Reitmaier & Schultze, 2017; Zhou, Simnett, & Green, 2017). A ideia comum dos diferentes conceitos do Relatório Empresarial Aprimorado é de que a informação adicional divulgada pelas empresas pode diminuir as assimetrias de informação e, simultaneamente, melhorar as suas avaliações (Boedker *et al.*, 2008; Reitmaier & Schultze, 2017).

Tendo presente esta ideia, Reitmaier e Schultze (2017), no seu trabalho, desenvolveram conceitos do Relatório Empresarial Aprimorado, ao mesmo tempo que tentavam evidenciar os seus antecedentes (ver Tabela 1.1).

Tabela 1.1 Conceitos do Relatório Empresarial Aprimorado e antecedentes (Fonte: adaptado de Reitmaier & Schultze, 2017, p. 57)

Conceitos do Relatório Empresarial Aprimorado	Antecedentes
Relatório de Negócios	O <i>Jenkins Committe</i> apresentou um modelo que é frequentemente referido como Relatório de Negócios. Foi desenvolvido a partir de modelos de avaliação intrínseca e pesquisas empíricas sobre as necessidades de informação dos usuários das Demonstrações Financeiras. (FASB, 2001; Noll & Weygandt, 1997)
Relatório de Capital Intelectual	A consciencialização para a crescente importância dos intangíveis não cobertos pelos demais relatórios tradicionais levou ao desenvolvimento do Relatório de Capital Intelectual. (Edvinsson & Malone, 1997; Guthrie, Ricceri, & Dumay, 2012)
Relatório de Valor	As empresas de contabilidade e consultoria comercializaram a ideia do relato, especificamente atribuído às necessidades dos investidores, sob o termo Relatório de Valor. <i>ValueReportingTM</i> , por exemplo, é um importante conceito de consultoria e é marca registada e protegida da PwC. (Eccles, Herz, Keegan, & Phillips, 2001; Ruhwedel & Schultze, 2002)
Relatório de Responsabilidade Social Corporativa	O foco no <i>triple bottom line</i> da sustentabilidade (também conhecido como “Tripé da Sustentabilidade” (ver Figura 1.1), corresponde aos resultados de uma organização medidos em termos sociais, ambientais e económicos) induziu ao Relatório de Responsabilidade Social Corporativa. As estruturas conhecidas, tendem a incluir os Padrões do Relatório de Sustentabilidade da <i>Global Reporting Initiative</i> (GRI) e os padrões específicos do setor pelo <i>Sustainability Accounting Standards Board</i> (SASB). (Cordazzo, 2005; Dhaliwal, Li, Tsang, & Yang, 2011; Khan, Serafeim, & Yoon, 2016; Rodrigue, 2014)
Relatório Integrado	O objetivo do Relatório Integrado visa integrar informações sobre o desempenho passado de uma empresa e o desempenho

pretendido no futuro. Numa iniciativa global, o *International Integrated Reporting Council* (IIRC) aspira estabelecer o Relatório Integrado como norma de relato empresarial e possibilitar a tomada de decisões informadas e a alocação eficiente de capital. O seu elemento-chave é o pensamento integrado, fala sobre a relação de diferentes aspetos financeiros e não-financeiros relacionados com o valor das empresas. Com o pensamento integrado, o Relatório Integrado vai além da mera combinação desses componentes no relatório. Em vez disso, concentra-se na integração dentro do desenvolvimento e implementação de uma estratégia da empresa, em busca da criação de valor. (Abeysekera, 2013; Adams, 2015; Bernardi & Stark, 2018; Cheng, Green, Conradie, Konishi, & Romi, 2014; Flower, 2015; IIRC, 2013; Melloni, 2015; SG, 2013; Thomson, 2015; Zhou *et al.*, 2017)

Segundo Faria (2015b), a Responsabilidade Social não é uma moda, nem uma simples conceção de estratégia, mas sim ações de benefício, de eficácia e eficiência organizacional com preocupações com o presente e o futuro. Porque se outrora a única preocupação real das entidades era a obtenção de lucros através do trabalho, utilizando todos os meios possíveis, como salários baixos, grandes jornadas de trabalho e preços que não condiziam com o custo de fabricação, hoje, viram-se obrigadas a tentar corrigir esses erros, com a chamada Responsabilidade Social.

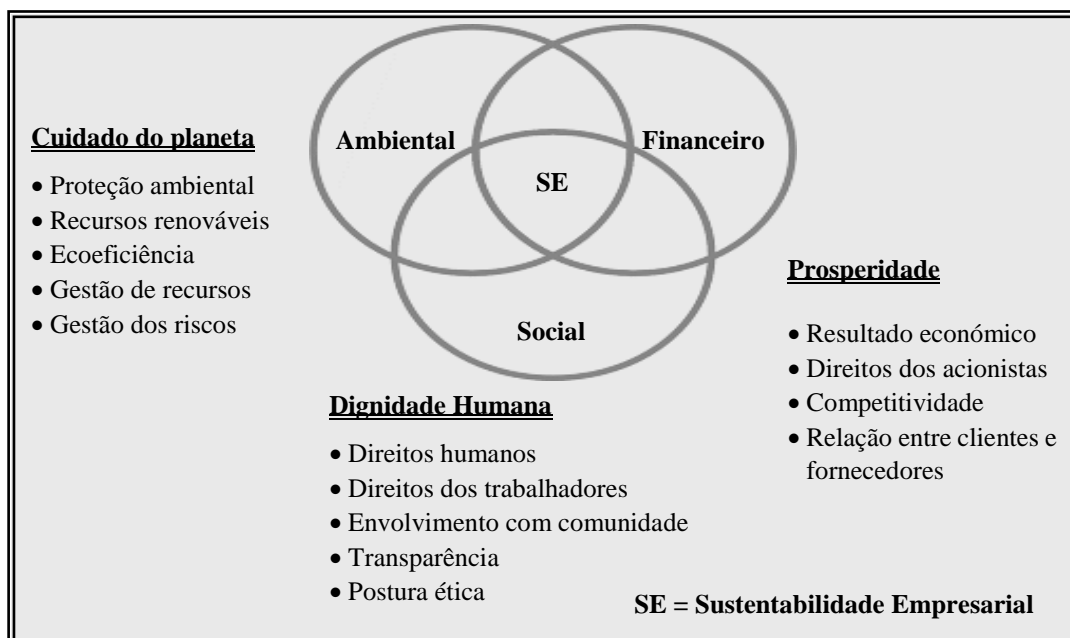


Figura 1.1 Triple Bottom Line da Sustentabilidade (Fonte: adaptado de Faria, 2015b, p. 19)

Teoricamente, espera-se que a Responsabilidade Social resolva os problemas capitalistas da sociedade. O conceito de desenvolvimento sustentável surge em resposta ao sentimento geral de que o ambiente tem sido degradado em função da atividade humana.

O desejo de promover a estabilidade financeira e o desenvolvimento sustentável através da melhor ligação das decisões de investimento, do comportamento corporativo e dos relatórios tornou-se uma necessidade global.

No entanto, apesar do registo de informação para relatar acontecimentos ser um facto que tem vindo a crescer de acordo com a evolução humana, as empresas cada vez mais exigem uma evolução maior no sistema para relatar, facilitar e comunicar, sem a complexidade e a inadequação dos requisitos existentes nos relatórios atuais. O facto de existirem brechas de informações significativas nos relatórios, leva a que organizações como o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional (FMI), peçam maior foco em aspetos como o risco e o desenvolvimento futuro (IIRC, 2018).

Através da pressão sentida, foi criado o *International Integrated Reporting Council* (IIRC), que tem como missão desenvolver nos *stakeholders* a sensibilidade para a preparação e utilização da informação, fornecer um modelo de Relatório Integrado, identificar áreas chave onde é necessária informação adicional, verificar se as normas existentes deverão ser voluntárias ou obrigatórias e difundir a necessidade da adoção mundial do Relato Integrado.

Reitmaier e Schultze (2017), referem que o conceito mais recente do Relatório Empresarial Aprimorado é o Relatório Integrado e que tem por objetivo fornecer informações sobre “como uma organização gera valor ao longo do tempo” (IIRC, 2013:4). O IIRC considera que nem todos os condutores de valor são igualmente relevantes e aplicáveis às organizações (IIRC, 2013). Como o processo de decisão dos investidores geralmente envolve técnicas de avaliação (Stowe *et al.*, 2002), esta Dissertação foca-se nos itens de informação relacionados com o problema de avaliação dos investidores.

O conceito de Relatório Integrado foi ganhando força, pois baseia-se nas ideias de vários conceitos de Relatório Empresarial Aprimorado e integra esses conceitos em volta do objetivo final da criação de valor. O seu propósito é combinar as informações mais relevantes, nas mais variadas vertentes de relato de uma empresa, num relatório coerente e conciso que mostra a conectividade entre elementos importantes e o seu potencial para criar e sustentar valor (Zhou *et al.*, 2017).

Segundo Reitmaier e Schultze (2017), o Relatório Integrado visa atender às necessidades de informação dos investidores na avaliação das empresas e nas decisões de possíveis

alocações de recursos (Beyhs & Barth, 2011; Churet & Eccles, 2014). No entanto, os conceitos do Relatório Empresarial Aprimorado estão sob revisão constante e em parte misturam-se. A GRI e o IIRC, por exemplo, lançaram o CLGir2017 (Grupo de Liderança Corporativa GRI 2017 sobre Relatórios Integrados), para aprimorar ainda mais o uso conjunto das suas estruturas. Onde, para esse efeito, reuniram líderes mundiais do setor empresarial para explorar o futuro dos Relatórios Integrados e da Sustentabilidade (GRI, 2017).

A divulgação da sustentabilidade fornece uma visão superior e mais ampla do desempenho de uma empresa em comparação com a divulgação financeira. Quando utilizada nos Relatórios Integrados pode revelar a criação de valor nos seis capitais (GRI, 2017).

Outras vertentes dos relatórios, como por exemplo, os Relatórios de Desempenho, começaram a incorporar os seis capitais do Relato Integrado (capital financeiro, produção, intelectual, humano, social e de relacionamento, e natural). Estes relatórios perseguiram o conceito da integração, ou seja, a ideia de combinar e relacionar a informação de forma eficiente (Ramin & Lew, 2015; Reitmaier & Schultze, 2017).

Segundo Faria (2015a), o conjunto dos seis capitais, que formam os principais componentes do relato empresarial, funcionam como um fundo de valor que pode aumentar ou diminuir com o desenvolvimento do negócio. A Tabela 1.2 evidencia os seis capitais, segundo a ótica de Faria (2015a).

De uma forma resumida, segundo Silva (2014), o Relatório Integrado pode ser definido como sendo o processo baseado no pensamento integrado que resulta, periodicamente, num Relatório Integrado da organização sobre a criação de valor no tempo e comunicações no âmbito da criação de valor. Silva (2014), refere ainda que, o pensamento integrado pode ser definido como sendo a capacidade de uma organização se manter ciente da relação entre as várias unidades operacionais e funcionais e os capitais por ela utilizados ou que lhe estão afetos. Este pensamento conduz a um processo de tomada de decisões integradas e a ações que visem a criação de valor no curto, médio e longo prazo.

A Figura 1.2 representa o processo da criação de valor, segundo o IIRC (2013), que evidencia o ambiente externo, a missão e a visão, o modelo de negócios e a utilização de capitais como *inputs*.

*Relatório Empresarial Aprimorado: Análise dos Fatores
Determinantes Para a Criação de Valor*

Tabela 1.2 Capitais do Relato Integrado (Fonte: adaptado de Faria, 2015a, p. 67)

Capitais	Conteúdo	Obs
Financeiro	Trata-se de um conjunto de recursos que se encontram disponíveis na empresa para ser utilizado na produção de bens ou na prestação de serviços. É obtido sob a forma de financiamentos ou derivado de investimentos realizados.	Ativo Fixo Tangível
Produção	É composto por objetos físicos naturais de produção que se encontram disponíveis na empresa para uso na produção de bens ou na prestação de serviços, por exemplo: prédios, equipamentos, infraestruturas (tais como estradas, portos, pontes e estações para o tratamento de águas residuais e água potável). Do conjunto de elementos do capital de produção estão os ativos para venda ou os retidos para apoio ao funcionamento normal da empresa.	Ativo Fixo Tangível
Intelectual e Organizacional	Neste incluem-se os intangíveis organizacionais que têm por base o conhecimento. Neste Capital Intelectual incluem-se elementos como: patentes, direitos de autor, <i>software</i> , direitos e licenças. No Capital Organizacional incluem-se os intangíveis organizacionais que têm por base o conhecimento estratégico, de sistemas ou de procedimentos e protocolo.	Ativo Intangível
Natural	Inclui os recursos ambientais renováveis e não renováveis e os processos ambientais que fornecem bens ou serviços que apoiam a prosperidade passada, presente e futura de uma organização. Tratam-se de recursos como a água, terra, minerais, floresta, a biodiversidade e a qualidade do ecossistema.	Ativo Intangível
Humano	Incide sobre os recursos humanos da organização e verifica as competências, habilidades e experiência das pessoas e as suas motivações para inovar. Certifica que os recursos humanos se encontram alinhados com a estrutura e o governo da empresa, apoia na gestão de conflitos e outros riscos laborais, incentiva a ética, encoraja ao entendimento, a lealdade e a motivação para progressão do empregado fazendo-o sentir parte integrante da implementação da estratégia da empresa e, fomenta a capacidade de liderança, de gestão e de cooperação.	Ativo Intangível
Social e Relacional	Este capital é talvez o mais complexo e abrangente de todos pois implica uma teia de ligações entre as empresas e os relacionamentos dentro e entre a comunidade em que se insere, grupos de partes interessadas e outras redes de partilha para alcançar o bem-estar individual e coletivo. Esta forma de capital inclui padrões partilhados tais como: valores e comportamentos comuns, relacionamentos com as principais partes interessadas, confiança e compromisso que a empresa desenvolve e procura construir e proteger com as partes interessadas, intangíveis associados com a marca e a reputação desenvolvida, licença social para a empresa trabalhar, etc.	Ativo Intangível

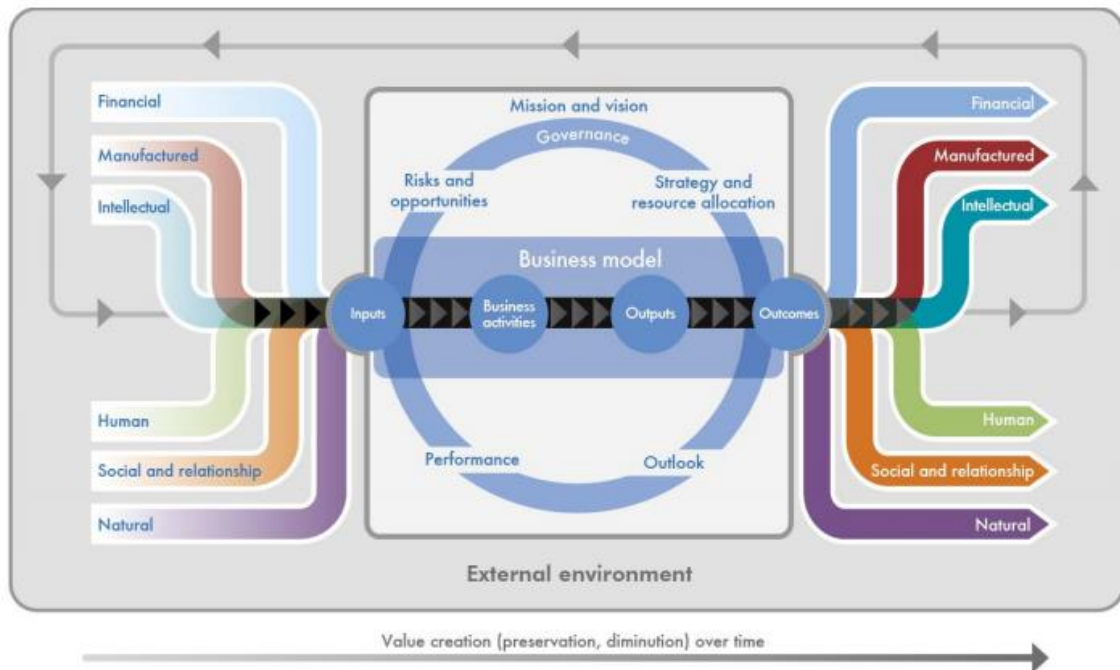


Figura 1.2 O processo de criação de valor de uma organização (Fonte: IIRC, 2013, p. 14)

Segundo Reitmaier e Schultze (2017), o uso de sistemas de Valor Baseado na Administração para propósitos de gestão encaixa-se no conceito de pensamento integrado, uma vez que pedem integração e orientação do valor como base para o desenvolvimento e implementação da estratégia das empresas.

Para alinhar as estruturas existentes, padrões, requisitos relacionados e para melhorar as divulgações das empresas, muitas instituições internacionais, como o CDP, *Climate Disclosure Standards Board* (CDSB), *Financial Accounting Standards Board* (FASB), *Global Reporting Initiative* (GRI), *International Accounting Standards Board* (IASB), *International Financial Reporting Standards* (IFRS), *International Organization for Standardization* (ISO), *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB) e o *International Integrated Reporting Council* (IIRC) trabalham em conjunto para delimitar os melhores relatórios a publicar pelas empresas. Eles pretendem conseguir “responder à procura do mercado, tentando oferecer uma maior coerência e comparabilidade, entre as distintas estruturas dos relatórios empresariais, padrões e requisitos que preconizam diferentes propósitos e exigem diferentes escopos e conteúdos” (Corporate Reporting Dialogue, 2019; IIRC, 2019; Reitmaier & Schultze, 2017, p. 7).

1.2 Divulgações voluntárias

A divulgação da informação por parte das empresas deve ser o mais transparente e clara possível, em especial quando se trata de empresas com valores cotados e com capital disperso (Calvo, 2004; Lopes, 2015).

Segundo Hassan e Marston (2010) e Lopes (2015), a divulgação da informação pode ser dividida em duas grandes categorias, obrigatória e voluntária. A divulgação obrigatória é a informação revelada pelas empresas em cumprimento dos requisitos e dos estatutos, respeitando as leis e regulamentos sob a forma de normas e regras. A divulgação voluntária é qualquer outra informação revelada para além da obrigatória.

Apesar de muito importantes, as informações de carácter obrigatório acabam por ser uniformes às várias entidades, quando enquadradas no mesmo nível de atividade (micro entidades, pequenas entidades, médias ou grandes entidades e empresas com valores cotados), de acordo com Lopes (2015). Para Reitmaier e Schultze (2017), as práticas contabilísticas obrigatórias, em contraste com as voluntárias, são menos relevantes (Ahmed & Falk, 2006; Cheung, Jiang, & Tan, 2010). As divulgações de carácter voluntário são as que excedem o que é recomendado por lei, representando assim uma escolha livre por parte dos gestores da informação adicional para o processo da tomada de decisão dos investidores (Lopes, 2015; Meek, Roberts, & Gray, 1995).

Segundo Hassan e Marston (2010), a divulgação pode variar, entre as empresas, em relação ao tempo (por exemplo: relatórios anuais ou relatórios trimestrais), aos itens divulgados (quantitativamente ou qualitativamente) e quanto ao tipo de notícias (por exemplo: divulgações de notícias boas ou notícias más).

Segundo Reitmaier e Schultze (2017), a relevância da divulgação voluntária das informações adicionais tem sido sujeita a inúmeros estudos, sendo que a maioria confirma a relevância do valor de tais divulgações em diferentes contextos (Amir & Lev, 1996; Barth, Cahan, Chen, & Venter, 2016; Gamerschlag, 2013; Healy, Hutton, & Palepu, 1999; Karamanou & Nishiotis, 2009; Lee & Yeo, 2016; Orens, Aerts, & Lybaert, 2009; Riley, Pearson, & Trompeter, 2003; Uyar & Kilic, 2012).

No entanto, segundo Reitmaier e Schultze (2017), a questão de quais são os itens de informação que são úteis para a avaliação e para o processo da tomada de decisões dos

investidores e, portanto, que deve ser divulgada, ainda é uma questão não resolvida e por isso existiu a necessidade de avaliar as divulgações voluntárias das empresas.

Existe uma vasta literatura acadêmica sobre os impulsionadores e as consequências da divulgação (Beyer, Cohen, Lys, & Walther, 2010; Botosan, 2006; Hail, 2002; Verrecchia, 2001). Por exemplo, baseado na revisão sobre a relevância de valor, Wyatt, 2008, sugere que a informação sobre o intangível das empresas contribui consideravelmente para a compreensão da criação de valor numa empresa (Reitmaier & Schultze, 2017).

Segundo Reitmaier e Schultze (2017), as divulgações, neste contexto da relevância de valor, também devem permitir uma avaliação sobre o impacto das decisões passadas no valor do investidor. Para os autores as divulgações sobre a gestão baseada no valor devem refletir a consistência entre as metas propostas e as medidas de desempenho realmente aplicadas e, referem ainda, que os sistemas de incentivo, fornecidos aos administradores para criarem valor no longo prazo, emitem um sinal importante quer para os investidores, quer para os participantes no mercado, sobre as perspectivas de crescimento da empresa.

A divulgação voluntária foi considerada relevante em diferentes contextos (Barth *et al.*, 2016; Gamerschlag, 2013; Lee & Yeo, 2016; Uyar & Kılıç, 2012). Por exemplo, Hail, 2011, considera que a divulgação voluntária pode permitir que as empresas transmitam informações adicionais ao valor intrínseco. No entanto, as empresas só optarão por divulgar quando os benefícios marginais da divulgação superem os seus custos marginais (Reitmaier & Schultze, 2017). Portanto, também a decisão de divulgação é endógena e precisa ser considerada ao analisar as consequências da divulgação.

Segundo Lopes (2015), muitos autores acreditam que a divulgação da informação acerca de uma empresa está inteiramente relacionada com os custos associados a essa mesma divulgação. Por exemplo, Verrecchia (2001), refere que a ausência de custos de divulgação pressupõe que a empresa em questão divulga toda a informação. Caso não aconteça, o mercado acaba por assumir e interpretar de forma negativa, isto porque, não existindo custos inerentes, a empresa é incentivada a divulgar mais informação (Lopes, 2015).

Kang e Gray (2011a) concluem que as divulgações voluntárias das mais diversas informações financeiras podem ajudar os utilizadores da informação a entender melhor a empresa. Num ponto de vista semelhante, Branco e Rodrigues (2008) e Reis (2012), partem do pressuposto de que a divulgação voluntária da informação serve para que as

empresas possam justificar os seus comportamentos perante os *stakeholders* e para influenciar a sua perceção externa de reputação.

Uma política de divulgação de informações bem gerida e refletida pode retribuir benefícios económicos para uma empresa, segundo Barako, Hancock, Izan (2006) e Reis (2012), sendo a divulgação voluntária da informação uma forma possível de encorajar os investidores a investir numa empresa.

Segundo Reitmaier e Schultze (2017), as divulgações voluntárias podem reduzir os erros de previsão dos analistas (Zhou *et al.*, 2017), prever a dispersão (Vanstraelen, Zarzeski, & Robb, 2003), melhorar a precisão da previsão (Bernardi & Stark, 2018) e a eficiência do mercado (Dietrich, Kachelmeier, Kleinmuntz, & Linsmeier, 2001). Apesar do notável corpo de estudos sobre a relevância de valor com o foco nos investidores, são ínfimos os estudos que analisaram as divulgações voluntárias até ao momento.

Os benefícios da informação divulgada voluntariamente para a avaliação de mercado são ainda pouco claros, porque são em grande parte desconhecidos os modelos de avaliação que os investidores realmente utilizam (Bradshaw, 2004; Gleason, Bruce Johnson, & Li, 2013; Imam, Barker, & Clubb, 2008; Reitmaier & Schultze, 2017).

Como consequência positiva, a divulgação voluntária impede a redução do valor da empresa independentemente do quão desfavoráveis são as notícias divulgadas, já que a retenção de informações implicará notícias piores (Akerlof, 1970; Dye, 1985; Einhorn & Ziv, 2012; Grossman, 1981; Inchausti, 1997; Lundholm & Van Winkle, 2006; Milgrom, 1981; Reitmaier & Schultze, 2017; Verrecchia, 2001).

Diamond e Verrecchia (1991) e Lopes (2015), apontam a redução da assimetria de informação entre os investidores, como consequência da divulgação da informação voluntária, pois esta leva ao aumento da liquidez das ações.

Segundo Healy e Palepu (2001) e Lopes (2015), as principais consequências económicas da divulgação voluntária são o aumento da liquidez das ações, a redução do custo de capital e o aumento da cobertura dos analistas de mercado.

Para Verrecchia (1983), as divulgações voluntárias também podem ter efeitos negativos para as empresas que as divulgam, porque estas correm o risco de divulgar informações para a concorrência, o que pode prejudicar a sua posição competitiva no mercado (Lopes,

2015). Segundo Lopes (2015), as vantagens da divulgação voluntária das informações podem ter limites.

Ao moderar o risco de estimativa dos investidores, as divulgações voluntárias também podem reduzir o custo do Capital Próprio (Botosan, 2006; Healy & Palepu, 2001). Existe um grande corpo de literatura empírica sobre os efeitos (positivos) da divulgação sobre o custo do capital (Barth, Konchitchki, & Landsman, 2013; Beyer *et al.*, 2010; Bhattacharya, Ecker, Olsson, & Schipper, 2012; Botosan, 1997, 2006; Botosan & Plumlee, 2002; Debrecny & Rahman, 2005; Francis, Nanda, & Olsson, 2008; Lundholm & Van Winkle, 2006; Plumlee, 2016; Welker, 1995).

Segundo Reitmaier e Schultze (2017), é possível que exista um completo equilíbrio de divulgação, quando certas condições são satisfeitas (Grossman, 1981; Grossman & Hart, 1980; Milgrom, 1981; Milgrom & Roberts, 1986). No entanto, as empresas não divulgam completamente e de forma regular as suas informações, sendo os incentivos privados atribuídos aos gestores, para manipularem as divulgações, através da manipulação das atividades reais (Beyer & Guttman, 2012), uma das razões apontada, e o tempo da divulgação outra das motivações (Guttman, Kremer, & Skrzypacz, 2014).

A literatura sobre o Valor Baseado na Administração argumenta que as lacunas de valor, isto é, as diferenças entre o valor corrente de uma empresa e o seu valor máximo possível, quando o único foco recai no valor para o acionista (Fruhan, 1988), podem ser reduzidas através da melhoria das operações, da propriedade dos ativos e da estrutura financeira e, por fim, da comunicação para com os acionistas (Copeland *et al.*, 2000; Reitmaier & Schultze, 2017).

Os sistemas de Valor Baseado na Administração, segundo Reitmaier e Schultze (2017), fornecem às empresas informações importantes sobre o seu valor “verdadeiro” fundamental e sobre os condutores de valor relevantes. Uma vez que, divulgar essas informações pode alinhar o valor de mercado ao valor fundamental (Koller *et al.*, 2010) e, assim, melhorar a avaliação de mercado (Copeland *et al.*, 2000).

Segundo Reitmaier e Schultze (2017), é particularmente interessante, o facto de serem muitas as empresas (especialmente alemãs), que implementam sistemas de Valor Baseado na Administração, a divulgarem de forma voluntária bastantes informações relacionadas com a avaliação (Baetge & Solmecke, 2006; Haller & Dietrich, 2001; Köthner, 2005; Pellens, Hillebrandt, & Tomaszewski, 2000; Ruhwedel & Schultze, 2002).

Segundo Reitmaier e Schultze (2017), as divulgações voluntárias, para fins de avaliação, começaram a causar grande interesse na Europa (especialmente na Alemanha) (Baetge & Solmecke, 2006; Fischer & Klöpfer, 2006; Haller & Dietrich, 2001; Laier, 2011; Müller, 1998; Pellens *et al.*, 2000; Ruhwedel & Schultze, 2002).

Muitas são as empresas alemãs que têm apresentado informações sobre as suas iniciativas, numa tentativa de aumentar o valor para o acionista, por exemplo, informações sobre o desempenho das suas ações ou de outras informações relacionadas com o mercado. No entanto, a apresentação desta informação voluntária foi frequentemente não estruturada e inconsistente (Reitmaier & Schultze, 2017). Por conseguinte, o grupo de trabalho sobre contabilidade financeira da Sociedade Alemã *Schmalenbach* de Administração de Empresas desenvolveu uma estrutura para divulgações relacionadas com a avaliação como uma recomendação sobre como estruturar informações adicionais (SG, 2002). Posteriormente, esta matriz foi implementada por muitas empresas alemãs (Hayn & Matena, 2005; Köthner, 2005), seguindo as recomendações da *Schmalenbach*.

Em Portugal, ainda não existe uma estrutura propriamente definida para as informações adicionais (voluntárias), existe sim um leque de modelos já deduzidos ou adotados (por exemplo: Lopes, 2015; Reis, 2012). O modelo adotado por Lopes (2015), por exemplo, utiliza uma pontuação (*score*) para avaliar as divulgações voluntárias. Este modelo serve para identificar um conjunto de itens de informação adicional relevante para os investidores (Lopes, 2015; Reitmaier & Schultze, 2017; Ruhwedel & Schultze, 2002; SG, 2002). Note-se que esta informação é analisada empiricamente quanto à sua relevância para a avaliação de mercado.

Quer a estrutura do modelo de Lopes (2015), quer a desenvolvida pela sociedade alemã (SG, 2002) foram desenvolvidas para ajudar na identificação das informações que possam ser relevantes para as avaliações das empresas, pelos investidores, para fins de decisões de investimento. A pontuação, evidenciada por ambas as estruturas, inclui informações não financeiras adicionais que abordam a lacuna do valor de uma empresa, ou seja, a diferença entre o seu valor atual e o seu valor potencial. (Copeland *et al.*, 2000; Fruhan, 1988; Lopes, 2015; Reitmaier & Schultze, 2017).

1.3 Teorias

Este subcapítulo aborda as diversas teorias que ajudam a enquadrar o tema da importância do Relatório Empresarial Aprimorado e que podem ajudar a explicar algumas das práticas adotadas pelas empresas e pelos gestores para realçar a criação de valor.

1.3.1 Teoria da Agência

Segundo Lopes (2015), a Teoria da Agência, desenvolvida por Jensen e Meckling (1976), é uma das mais importantes na área da Contabilidade, em virtude dos possíveis conflitos de interesses entre agentes e principais.

Jensen e Meckling (1976) definem a relação de agência como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o principal) incubem a outra pessoa (o agente) de realizarem algum tipo de serviços em seu favor, envolvendo a delegação ao agente de alguma autoridade para tomar decisões.

Os investidores externos (acionistas) tendem a delegar os seus direitos de decisão aos gestores com a expectativa de que os mesmos vão maximizar a riqueza da empresa em seu nome (Abeysekera, 2008; Reitmaier & Schultze, 2017). No entanto, existem razões para acreditar que os gestores nem sempre vão agir em função dos interesses dos acionistas, uma vez que as suas funções e objetivos podem ser distintos. Este conflito, também denominado como conflito de agência, surge porque o agente tende a defender em primeiro lugar os seus interesses pessoais.

Segundo Jensen e Meckling (1976), os gestores podem adotar comportamentos que maximizem o seu bem-estar em vez do valor da empresa, o que pode levar aos denominados custos de agência.

Segundo Fernandes (2007), a tese oportunista, baseada na Teoria da Agência, refere que a subjetividade utilizada na gestão das empresas, pelos gestores, é prejudicial, uma vez que a gestão dos resultados leva a uma afetação ineficiente dos recursos e porque pode conduzir a uma alteração das expectativas dos investidores sobre os cash-flows futuros da empresa.

Existem vários estudos que suportam o argumento de que os gestores efetivamente gerem os resultados para seu próprio benefício. Healy (1985) e Holthausen, Larcker, & Sloan (1995), concluíram que os gestores diminuem a gestão de resultados quando atingem o

máximo nas suas remunerações variáveis (Fernandes, 2007). No entanto, nos casos em que os gestores possuam algum tipo de incentivo, como participação nos resultados, estes tendem também a priorizar os objetivos dos acionistas, uma vez que estes convergem com os seus objetivos pessoais.

Jensen (2005), argumenta que os gestores são pagos não pelo que fazem, mas sim pelos objetivos que alcançam, levando a que quer os resultados, quer os objetivos (delineados pelas empresas), sejam geridos ou mesmo manipulados para irem ao encontro das expectativas de mercado (Fernandes, 2007).

Segundo Sousa (2017), existe ainda um conflito de interesses entre proprietários (acionistas) e credores e entre a empresa e o Estado, uma vez que os interesses destes também não são coincidentes (Moreira, 2009). Costa (2018) identifica também os conflitos de agência existentes entre acionistas majoritários e minoritários e os conflitos entre familiares, quando se trata exclusivamente de empresas familiares.

Costa (2018) apresenta o governo das sociedades como um dos instrumentos utilizados para minimizar os conflitos de agência enunciados e, refere ainda, que o governo das sociedades criou mecanismos internos e externos para que os objetivos estratégicos possam ser alinhados entre os demais intervenientes. No entanto, defende também que o governo das sociedades não é a única solução possível para minimizar os conflitos de agência, mas considera-o como uma estratégia possível para abordar esta questão entre outros problemas da sociedade.

Em suma, conclui-se que esta teoria é fundamental no relato financeiro e na sua perceção, devido ao problema da assimetria de informação existente entre quem divulga a informação e os *stakeholders* (Lopes, 2015). Devido à posição que ocupam, os gestores podem possuir um grau de informação superior, em relação aos investidores, acerca da empresa (Healy & Palepu, 2001). Quanto maior for essa assimetria de informação, maior serão os custos de agência. Como custos de agência mais elevados provocam maiores custos de capital (Jensen & Meckling, 1976), a divulgação de informação (transparente, clara, credível e fiável) por parte dos gestores torna-se um dos mecanismos fundamentais para aliviar esse nível de assimetria de informação (Lopes, 2015; Reitmaier & Schultze, 2017).

Para divulgar essa informação e evidenciar a sua preocupação com a conformidade e para com as expectativas dos investidores externos, os gestores podem usar divulgações

voluntárias (Chalmers & Godfrey, 2004; Guthrie, Petty, & Ricceri, 2007; Guthrie, Petty, Yongvanich, & Ricceri, 2004; Reitmaier & Schultze, 2017; Watson, Shrivess, & Marston, 2002).

Watson *et al.* (2002), sugere que também uma monitorização externa eficaz reduz os conflitos de agência e fornece às empresas incentivos para usar divulgações voluntárias para comunicarem que estão a agir de forma apropriada (Reitmaier & Schultze, 2017).

1.3.2 Teoria dos *Shareholders*

A Teoria dos *Shareholders*, segundo Pereira (2016), garante que o objetivo de uma empresa é a maximização dos lucros. Porque a maximização do valor de mercado de uma empresa a longo prazo, reflete a sua capacidade para gerar lucros a longo prazo (Boaventura, Cardoso, Silva, & Silva, 2009) e como os acionistas têm direito ao remanescente após todas as partes relacionadas estarem saldadas, ao maximizar o valor da empresa, os acionistas veem a sua riqueza maximizada também.

Faria (2015a), no seu trabalho, ilustra a descrição da Teoria dos *Shareholders*, referindo que esta teoria remonta ao século XVIII e que foi com os estudos de Friedman (1962) que obteve um verdadeiro desenvolvimento. Baseia-se do princípio de que o desempenho económico é mais importante que tudo o resto. Smith (2003), refere que esta teoria se baseia no facto dos *shareholders* adiantarem capital para que os gestores o utilizem. Em suma, tem em consideração a maximização da riqueza para os acionistas.

1.3.3 Teoria dos *Stakeholders*

A expressão *stakeholder*, segundo Freeman (1984), pode ser definida como qualquer grupo ou indivíduo que afeta ou é afetado pelo alcance dos objetivos da empresa (Costa, 2018; Pereira, 2016).

Clarkson (1995) distingue os distintos *stakeholders* segundo a sua proximidade e a importância dos mesmos para a empresa, classificando-os como primários e secundários. Onde os *stakeholders* primários são aqueles que estão diretamente relacionados com a empresa, ou seja, são aqueles que têm um impacto direto no seu desempenho e obtêm um benefício pela sua continuidade. Estes são imprescindíveis para a organização e essenciais para a sua sobrevivência (exemplos: acionistas/sócios, investidores, colaboradores, clientes, fornecedores, governo e a comunidade). E os *stakeholders* secundários são

aqueles que não são abrangidos ou afetados diretamente pela empresa, isto é, não participam nas suas operações nem comprometem a sua existência. Embora apenas tenham algum nível de importância para a organização, estes são considerados indispensáveis para a sua continuidade (exemplos: meios de comunicação social e outros grupos de interesses especiais).

Donaldson e Preston (1995), tentam relacionar a Teoria dos *Stakeholders* com a noção de Responsabilidade Social Empresarial, onde o raciocínio estabelecido foi baseado em três componentes: descritiva, instrumental e normativa. A componente descritiva é usada para descrever e explicar determinadas características específicas em matéria de comportamentos sociais. A componente instrumental, em conjugação com a anterior, é usada para identificar as ligações, ou a falta delas, entre a gestão dos *stakeholders* e o cumprimento dos objetivos empresariais tradicionais, nomeadamente, rendimento e crescimento da empresa. Por fim, a componente normativa é utilizada para interpretar a função empresarial, incluindo as linhas de orientação moral ou filosófica para as operações de gestão de empresas.

De acordo com Post, Preston, e Sachs (2002), a longevidade e o sucesso de uma empresa podem ser influenciados pela sua habilidade em estabelecer e manter relacionamentos com toda a rede de *stakeholders*.

Pereira (2016), refere que a Teoria dos *Stakeholders* é a chave do relacionamento positivo entre as estruturas e as dimensões na ligação entre a empresa e a sociedade. Para Costa (2018), esta teoria resulta essencialmente da ética empresarial e defende que o comportamento organizacional e a política de interesses devem satisfazer todos os que têm interesse na atividade da empresa.

Segundo Faria (2015a), a Teoria dos Stakeholders foi desenvolvida com base na obra de Freeman (1984). Smith (2003), refere que esta teoria se baseia no facto de os gestores terem obrigações para com os *shareholders* e *stakeholders*, devendo a ambos realizar uma gestão que gere benefícios. Pesquex e Damak-Ayadi (2005) referem que esta teoria tem um carácter relacional, na medida em que, fomenta a ligação entre indivíduos, grupos, comunidade, empresa, instituições e o Estado.

Podemos concluir que esta é uma teoria que trata essencialmente da gestão empresarial e, de um ponto de vista mais geral, da forma como os vários intervenientes de uma empresa interagem e influenciam as decisões da gestão (Boaventura *et al.*, 2009; Clarkson, 1995;

Pereira, 2016). Porém, esta teoria molda-se ao tipo e à dimensão da empresa em estudo, porque o peso dos *stakeholders* não será o mesmo em pequenas entidades ou em multinacionais. Para além disso, entende-se que os *stakeholders* proporcionam criação de riqueza organizacional e contribuem para a sustentabilidade da empresa, ambas as questões ligadas à continuidade do negócio (Clarkson, 1995; Pereira, 2016). Em suma, esta teoria aproxima-se da ideia de que o todo é maior que a soma das partes, sendo que os *stakeholders* vêm complementar o trabalho dos gestores.

Seguindo este contexto, Reis (2012), refere que a Teoria dos *Stakeholders* tem em conta as partes que podem ser afetadas pelas ações das empresas, onde a satisfação das suas necessidades de informação pode ser um fator que motive as empresas a divulgarem mais informação (Boesso & Kumar, 2007; Branco & Rodrigues, 2008; Ferreira, 2008).

1.3.4 Teoria da Sinalização

Segundo Lopes (2015), a Teoria da Sinalização foi desenvolvida por Spence (1973), e baseia-se nos sinais que as organizações transmitem para o mercado, como forma de divulgação da informação importante sobre a empresa. Esta teoria parte do pressuposto de que o mercado distingue as empresas em dois tipos, as boas e as más (Ferreira, 2008; Reis, 2012). Em situações em que a informação é insuficiente, o mercado não pode fazer uma distinção íntegra prejudicando as boas empresas, assim os gestores são influenciados a divulgar mais informação que permita aos mercados diferenciar a empresa das restantes (Al-Akra, Eddie, & Ali, 2010; Ferreira, 2008; Skinner, 1994).

Segundo Fernandes (2017), a tese antagónica baseada na Teoria da Sinalização, defende que a subjetividade é benéfica, na medida em que transmite ao mercado informação credível, não conhecida pelos *stakeholders*, reduzindo assim a assimetria de informação.

Reitmaier e Schultze (2017) referem-se à Teoria da Divulgação como um caso especial da Teoria da Sinalização e sugerem que a informação assimétrica pode ser reduzida através de uma sinalização eficaz da parte melhor informada (Dye, 2001; Morris, 1987; Prencipe, 2004). Morris (1987) refere que a sinalização é um fenómeno que poderá ter aplicação em qualquer mercado com assimetria de informação.

Fernandes (2007), refere que as empresas podem revelar aos seus investidores sinais que induzam à reformulação das expectativas sobre os seus cash-flows futuros. À luz desta teoria, a discricionariedade de que gozam os titulares dos órgãos de administração das

empresas na quantificação e divulgação dos resultados pode ser benéfica, uma vez que a informação prestada ao mercado (via gestão de resultados) reduz a assimetria de informação.

Segundo Watts e Zimmerman (1986), o problema da assimetria de informação aplica-se à informação contabilística e cabe aos gestores e administradores das empresas transmitir informações aos *stakeholders*, através de sinais, acerca da posição da empresa. Uma vez que detêm uma informação superior aos demais agentes de mercado relativamente à empresa que dirigem, é lhes inculcada a tarefa de transmitirem aos investidores, sinais que evidenciem, de forma eficiente, eficaz e transparente, a situação da empresa, bem como o seu desempenho.

Assim, a Teoria da Sinalização é aplicada com o objetivo de diminuir a assimetria de informação, objetivo esse que será alcançado se a parte que possui mais informação enviar sinais (transmitir informações) de interesse para a parte com menos informação.

De acordo com Spence (1973), a Teoria da Sinalização possibilita compreender algumas das motivações inerentes à divulgação voluntária de informação. Uma vez que podemos referir que a Teoria da Sinalização tem como objetivo investigar situações em que uma das partes de um contrato está interessada em sinalizar aspetos, presumivelmente favoráveis, do seu desempenho.

O nível de divulgação deve ter em atenção a dimensão da empresa e a sua rendibilidade, visto que, as empresas mais conhecidas publicamente e mais rentáveis, são as que mais tendem à divulgação de informação com o objetivo de aumentar a confiança dos *stakeholders* e dessa forma atrair investimento.

Watson *et al.* (2002), recorrendo à Teoria da Sinalização, justificaram o nível de divulgação voluntária da informação quando esta se relaciona, por exemplo, com o investimento.

Segundo Reitmaier e Schultze (2017), a divulgação voluntária serve como sinalização e ferramenta de comunicação para a gestão de impressões (Melloni, 2015) e construção de identidade (Scott & Lane, 2000). Esta estratégia é seguida, visto que, as partes interessadas quando se identificam melhor com uma empresa, desenvolvem um compromisso e avaliam essas empresas de uma forma mais positiva (Sen & Bhattacharya, 2001).

2 METODOLOGIA

Este capítulo pretende demonstrar como foi efetuada a pesquisa e os procedimentos metodológicos seguidos, como o processo de seleção da amostra, a recolha dos dados e a descrição da análise e das técnicas estatísticas utilizadas.

2.1 Processo de seleção da amostra

A amostra selecionada para a realização deste estudo é constituída pelas empresas com valores admitidos à cotação na *Euronext Lisbon*. A escolha da amostra justifica-se não só por este se tratar de um conjunto de empresas de referência nacional, representativas do tecido empresarial português, mas também por pertencer a um dos principais índices bolsistas da Europa.

Em 2019, a *Euronext Lisbon* é composta por 57 empresas e integra três mercados distintos, *Euronext Lisbon*, *Euronext Access Lisbon*¹ e *Euronext Growth Lisbon*².

Apesar deste índice ser composto por 57 empresas, a amostra é composta somente por 38 empresas, porque foi excluído o mercado *Euronext Access Lisbon* (11 empresas), o mercado *Euronext Growth* (3 empresas) e a indústria financeira (4 empresas) devido às suas especificidades e à complexidade contabilística. Foi ainda excluída a INAPA-PREF S/ VOTO, uma vez que só existia um relatório para a INAPA-PREF S/ VOTO e para a INAPA-INV.P.GESTAO, prevaleceu a INAPA-INV.P.GESTAO.

O período em análise corresponde a cinco anos, compreendidos entre 2013 e 2017. De forma a garantir a comparabilidade dos resultados, no caso dos clubes de futebol, em que o ano económico é diferente das demais empresas (não começa em janeiro e termina em dezembro), estes elaboram as suas Demonstrações Financeiras com início a 01 de julho e com término a 30 de junho, foi adotado o pressuposto que se apresenta evidenciado na Tabela 2.1, para resolver esta questão da diferenciação.

¹ O *Euronext Access Lisbon* proporciona às Pequenas e Médias Empresas um acesso fácil ao mercado de capitais (seja após uma Oferta Pública Inicial, uma Colaboração Privada ou através de uma Admissão Técnica), dentro de um quadro adaptado às suas necessidades específicas (Euronext, 2017).

² O *Euronext Growth Lisbon* é um mercado gerido pela *Euronext*, onde as sociedades não estão sujeitas às mesmas regras que as empresas no mercado regulamentado. Pelo contrário, estão sujeitas a um conjunto menos extenso de regras e regulamentos ajustados a empresas de pequeno crescimento (Euronext, 2018).

Tabela 2.1 Relação entre a data dos relatórios e o ano correspondente nos clubes de futebol (Fonte: elaboração própria)

Data dos Relatórios	Ano correspondente
2012-2013	2013
2013-2014	2014
2014-2015	2015
2015-2016	2016
2016-2017	2017

Para garantir a homogeneidade dos resultados e por forma a facilitar a interpretação e recolha dos dados partiu-se do pressuposto de que durante o período em análise, este índice manteve-se intacto, ou seja, que não existiu nenhuma alteração, pondo de parte a possibilidade de ter existido uma nova entrada ou saída de empresas.

Após os devidos ajustes, a amostra final compreende assim 38 empresas, o que representa 66,67% da população e contempla 190 observações (38 empresas durante o período de cinco anos).

O apêndice 1 apresenta a listagem das empresas que integram a amostra, com a evidência do respetivo código e com a indicação da inclusão, ou não, no PSI-20 (*Portuguese Stock Index*), que é o principal índice bolsista nacional da *Euronext Lisbon*, que permite a congregação das empresas com melhores resultados no *ranking* dentro daquelas que têm valores admitidos à cotação.

A *Euronext Lisbon* apresenta uma classificação das empresas, evidenciada no apêndice 2, de acordo com o *Industry Classification Benchmark (ICB)*, que segundo Galvão (2017), é um sistema de classificação das atividades económicas globalmente reconhecido, gerenciado e operado pelo FTSE Russell. O ICB apresenta uma estrutura detalhada e abrangente de modo a facilitar a comparação das demais empresas, agrupando-as por quatro níveis de classificação: *Industry*, *Supersector*, *Sector* e *Subsector*.

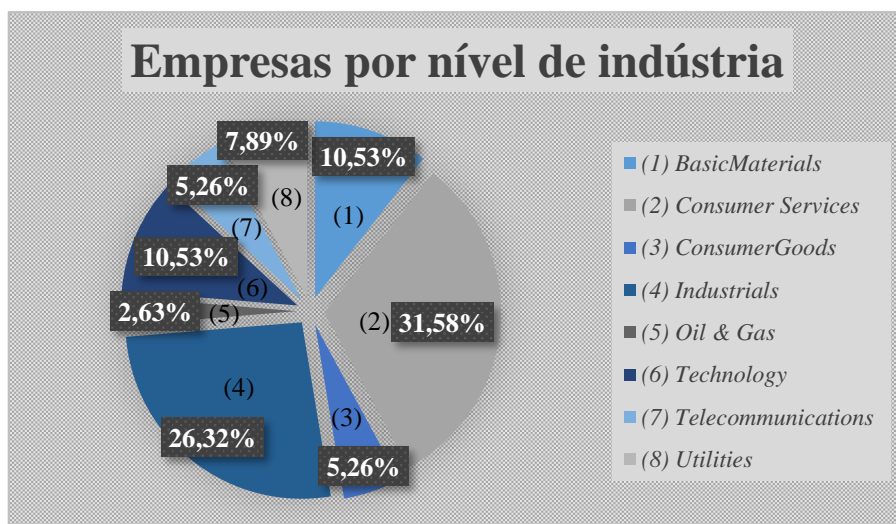


Gráfico 2.1 Empresas por nível de indústria (segundo o ICB) (Fonte: elaboração própria)

Através da observação do Gráfico 2.1 consegue-se concluir facilmente que a maior parte das empresas que contemplam a amostra (31,58%) pertence à indústria dos “Consumer Services” (em português, serviços do consumidor), logo seguida das “Industrials” (em português, industriais) com 26,32%. A fatia menor pertence à indústria “Oil & Gas” (em português, óleo & gás) que representa 2,63% da amostra, na verdade, desta indústria somente faz parte uma empresa, a GALP ENERGIA.

2.2 Recolha dos dados

Os dados necessários foram recolhidos através da análise de conteúdo efetuada maioritariamente aos Relatórios e Contas anuais consolidados das empresas, não obstante, foi também necessário proceder à recolha de alguns dados que se encontravam em outros relatórios, nomeadamente nos Relatórios de Sustentabilidade, nos Relatórios de Governo Societário, e, quando disponíveis, nos Relatórios Integrados.

Supostamente, todos estes relatórios deveriam estar disponíveis nos respetivos *websites* oficiais de cada uma das empresas em análise, pois tratando-se de empresas com valores cotados é obrigatória a sua divulgação ao público. No entanto, por motivos diversos, existiram certos relatórios que não se encontravam disponíveis nos *websites* oficiais e, portanto, foi necessário proceder à sua recolha através do *website* oficial da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM).

Recorreu-se ao *software Microsoft Excel*, para a recolha dos dados, por forma a obter o valor das variáveis dependentes e independentes a utilizar na análise estatística.

2.3 Descrição da análise e das técnicas estatísticas utilizadas

Tendo por base o cumprimento dos objetivos de investigação, recorreremos ao *software* de análise estatística *EViews*, para a análise dos dados, a um nível de significância (*p-value*) de 0,05 e recorreremos à análise descritiva para caracterizar a amostra e as variáveis envolvidas no processo e, também, para a análise dos dados recolhidos e tratados.

Utilizaram-se para este efeito as seguintes técnicas de análise estatística: estatística descritiva, matriz de correlação de *Pearson*, regressão OLS, assim como a interpretação de alguns indicadores como a Estatística F, o R-Quadrado (R^2) e o R-Quadrado ajustado (R^2 -ajustado) e testes, como o teste de *Durbin-Wu-Hausman* e o de *Wald* e também à regressão 2SLS.

Procedeu-se também à análise univariada para tratar cada variável isoladamente e à análise multivariada para abordar a complexidade resultante da multiplicidade das variáveis, isto é, para estabelecer as relações entre duas ou mais variáveis.

Por último, para testar a relevância do valor incremental foi também realizada uma separação pela mediana dos valores relativos ao modelo 2, para verificar as diferenças entre os valores mais baixos e mais altos.

A estatística descritiva tem como objetivo a organização, descrição e sumário da informação contida numa amostra, através de tabelas, gráficos e indicadores numéricos. Segundo Galvão (2017) e Pestana e Gageiro (1998) a estatística descritiva estuda as características não uniformes das unidades observadas. É utilizada para descrever os dados através de indicadores chamados estatística.

Posto isto, como medidas de tendência central ou de localização utilizámos a média e a mediana, como estatística de ordem o mínimo e o máximo e como medida de dispersão (variação) o desvio padrão.

Na análise da distribuição das variáveis é também fundamental obter as medidas de forma, como o coeficiente de assimetria (*skewness*) e o coeficiente de curtose (*kurtosis*), onde a classificação, é evidenciada na Tabela 2.2, dos mesmos coeficientes.

Note-se que, a assimetria (*skewness*) é o grau de afastamento que uma distribuição apresenta do seu eixo de simetria e a curtose (*kurtosis*), ou achatamento, mede o grau de afilamento da curva relativamente à normal (Neto, 2008). A Figura 2.1 evidencia a representação gráfica da curtose (*Kurtosis*).

Tabela 2.2 Classificação da distribuição das medidas de forma (Fonte: elaboração própria)

Medidas de forma		
Classificação da distribuição	Skewness	Kurtosis
= 0	Simétrica	Mesocúrtica
> 0	Assimétrica positiva	Leptocúrtica
< 0	Assimétrica negativa	Platicúrtica

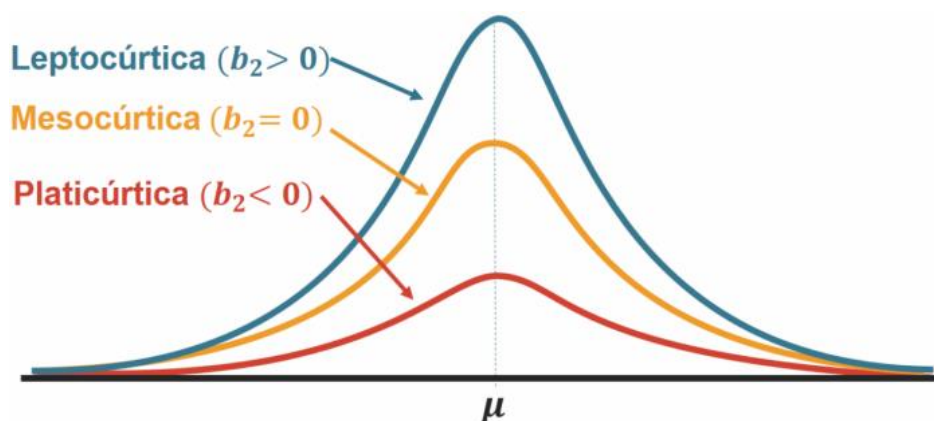


Figura 2.1 Representação gráfica da curtose (kurtosis) (Fonte: Portal Action, 2019)

Para analisar a matriz de correlação de *Pearson* é necessário entender o que é o coeficiente de correlação de *Pearson* (R). Este coeficiente, segundo Galvão (2017), mede o grau de correlação linear entre duas variáveis quantitativas e apresenta valores entre -1 e 1. Valores próximos de 1 significam que existe forte relação linear positiva, valores próximos de -1 significam que existe forte relação linear negativa e valores próximos de 0 significam que não existe relação linear (Chaves, Maciel, Guimarães, & Ribeiro, 2000). A Figura 2.2 esquematiza a interpretação do coeficiente de correlação de *Pearson*.

Note-se que, quando o sinal do coeficiente de *Pearson* não é o esperado, embora a correlação possa ser estatisticamente significativa, pode significar a existência de uma associação não linear (Pestana & Gageiro, 2005).

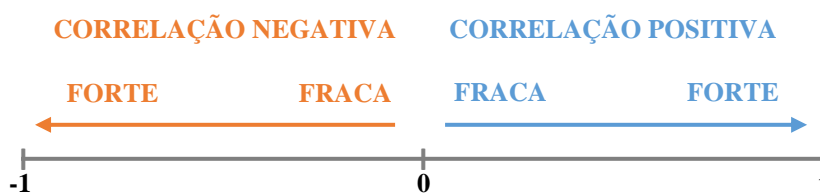


Figura 2.2 Interpretação do coeficiente de correlação de Pearson (Fonte: elaboração própria)

Para identificar a associação linear é adotada a classificação sugerida por Galvão (2017) e Pestana e Gageiro (2005), através do seguinte critério (o R em módulo significa que é independente do seu sinal):

$ R < 0,2$	Muito fraca
$0,2 \leq R < 0,4$	Fraca
$0,4 \leq R < 0,7$	Moderada
$0,7 \leq R < 0,9$	Elevada
$0,9 \leq R \leq 1$	Muito elevada

Partiu-se do princípio que o coeficiente de correlação de *Pearson* era instrumento de medida suficiente para avaliar a correlação entre as variáveis.

A regressão OLS (*Ordinary Least Squares*) é uma técnica de otimização matemática que procura encontrar o melhor ajuste para um conjunto de dados. Segundo Dias (2015), para que os estimadores OLS sejam os melhores possíveis, as hipóteses básicas de homocedastidade³ e ausência de autocorrelação não devem ser infringidas.

A Estatística F é uma medida que avalia a capacidade de um conjunto de variáveis independentes explicarem a variação na variável dependente. O coeficiente de determinação (R^2) evidencia a percentagem da variação da variável dependente explicada pelas variáveis independentes e o R^2 -ajustado é uma alternativa ao R^2 , mas não tem a explicação clara do poder explicativo que o R^2 apresenta.

O teste de *Durbin-Wu-Hausman*, também conhecido por teste de *Hausman* ou por teste de especificação de *Hausman*, deteta regressores endógenos num modelo de regressão, ou seja, por outras palavras, evidencia a existência, ou não, de endogeneidade.

O teste de Wald avalia o modelo de regressão como um todo e tem como finalidade aferir o grau de significância de cada coeficiente da equação, inclusive da constante. Verifica se cada parâmetro estimado é significativamente diferente de zero. Na prática é utilizado para analisar a significância, exceto no caso em que o coeficiente é extremamente grande.

³ Homocedastidade é o termo utilizado para designar a variância dos erros experimentais para observações distintas.

Quanto à regressão 2SLS, segundo Larcker e Rusticus (2010), a abordagem 2SLS (*two-stage least squares*) é muito típica para quem investiga nesta área, porque as pessoas que tendem a investigar na área da contabilidade geralmente usam variáveis instrumentais numa tentativa de mitigar os vieses causados pela endogeneidade das variáveis que predizem ou para identificar um sistema de equações simultâneas.

Segundo Larcker e Rusticus (2010), primeiro é necessário selecionar um conjunto de variáveis que sejam consideradas exógenas e depois é necessário aplicar o método de estimação de mínimos quadrados em duas etapas (2SLS), ou métodos similares, para estimar os coeficientes no modelo de regressão. Para os autores, esta é uma solução padrão para a endogeneidade que é apropriada para quem precisa de encontrar variáveis instrumentais correlacionadas com o regressor endógeno, mas não correlacionadas com o erro na equação estrutural.

3 ESTUDO EMPÍRICO

Neste capítulo são apresentados os objetivos e as hipóteses em estudo, assim como a definição das variáveis.

Esta investigação tem como objetivo responder às questões outrora enumeradas, isto é, conseguir perceber quais as informações constantes nos Relatórios e Contas que são mais determinantes para a avaliação da criação de valor das empresas, se as divulgações voluntárias fazem diferença na avaliação da criação de valor e se serão estas divulgações voluntárias relevantes para a avaliação das empresas pelo mercado. Outro dos objetivos deste estudo, é procurar compreender quais os principais fatores que levam os investidores à decisão de investir numa empresa em deterioramento de outra.

3.1 Hipóteses de estudo

Neste subcapítulo são apresentadas as hipóteses de investigação, evidenciando a relação entre os determinantes e o nível de divulgações e a relação entre a relevância do valor e o nível de divulgações.

3.1.1 Relação entre os determinantes e o nível de divulgações

O ambiente de informação de uma empresa desenvolve-se endogenamente dependendo de vários fatores (Beyer *et al.*, 2010; Reitmaier & Schultze, 2017), o que implica que o nível de divulgação observável seja impulsionado por fatores que afetem os custos e os benefícios (privados) da divulgação.

Com base na revisão da literatura foram identificados os seguintes determinantes do nível de divulgação voluntária:

Idade das empresas – As empresas mais jovens estão sujeitas a uma maior incerteza e têm incentivos para divulgar mais para limitar essa incerteza. Por outro lado, a idade é considerada um *proxy* para a reputação (Armitage & Marston, 2008; Blanco, Lara, & Tribo, 2015; Chen, DeFond, & Park, 2002; Lang, 1991; Roberts & Dowling, 2002), logo as empresas com maior reputação devem divulgar mais para poderem manter essa reputação. As empresas mais antigas, segundo Alsaeed (2006), Camfferman e Cooke (2002) e Reitmaier e Schultze (2017), podem ter mais experiência de reporte o que poderá reduzir os seus custos e, conseqüentemente, aumentar o seu nível de divulgações. Como

o relacionamento esperado entre idade e nível de divulgação é ambíguo, não se consegue especificar a direção esperada. A hipótese de investigação proposta é:

H1_a: A idade das empresas está relacionada com o nível de divulgações.

Tamanho da empresa de auditoria – Desde que as grandes empresas de auditoria auditam muitas empresas, estas são mais independentes dos seus clientes e têm uma maior influência sobre as suas práticas de divulgação (Barako *et al.*, 2006; Reitmaier & Schultze, 2017). Segundo Barako *et al.* (2006), Firth (1979), Hail (2011), Hope (2003), Inchausti (1997), Raffournier (1995), Reitmaier e Schultze (2017) e Verrecchia (1990), estas entidades também beneficiam das divulgações dos seus clientes, pois estas podem demonstrar que os auditores têm um bom nível de monitorização e habilidades, o que os ajuda a preservar a sua reputação.

As auditoras classificadas como *Big Four* auditam as empresas que promoveram consideravelmente a ideia da orientação do investidor e as divulgações. De acordo com a Teoria de Sinalização, uma empresa ser auditada por uma das grandes empresas de auditoria pode sinalizar o compromisso de maior transparência e orientação do investidor para investidores locais e internacionais, porque essas empresas de auditoria operam internacionalmente (Alsaeed, 2006; Reitmaier & Schultze, 2017). Segundo Blanco *et al.* (2015) e Hope (2003), as grandes empresas de auditoria pressionam os seus clientes para divulgarem mais. Logo, espera-se que o nível de divulgações esteja positivamente relacionado com o tamanho da empresa de auditoria:

H1_b: O tamanho da empresa de auditoria está positivamente relacionado com o nível de divulgações.

Remuneração baseada em ações – Os administradores cuja remuneração tem por base incentivos podem usar oportunisticamente as suas decisões de divulgação para se empenharem na gestão de impressões (Melloni, 2015; Reitmaier & Schultze, 2017) ou para influenciar os preços das ações quando a sua compensação se basear em ações da empresa (Aboody & Kasznik, 2000; Cormier, Ledoux, & Magnan, 2009; Reitmaier & Schultze, 2017). Posto isto, uma relação positiva é esperada entre as ações de compensação (de remunerações) e o nível de divulgações:

H1_c: A remuneração baseada em ações está positivamente relacionada com o nível de divulgações.

Qualidade dos ganhos – Como ainda não existe uma métrica direta acordada para a construção da qualidade dos ganhos, segundo Francis *et al.* (2008) e Reitmaier e Schultze (2017), a qualidade dos lucros pode ser interpretada como um *proxy* para a qualidade da informação. Um modelo a ter em atenção será o da qualidade dos *accruals*, baseado no modelo de Dechow e Dichev (2002), modificado por McNichols (2002), que separa os *accruals* baseados na sua associação com os fluxos de caixa pela regressão dos *accruals* do Capital Circulante sobre o fluxo de caixa das atividades operacionais, num período de tempo corrente, passado e futuro, assim como a variação das receitas e o Ativo Fixo Tangível (Francis *et al.*, 2008).

Apesar deste modelo apresentar limitações, como o facto de não representar com fiabilidade a relação entre a manipulação dos lucros e a eficiência do mercado, não fazer a separação entre *accruals* discricionários e maus desempenhos e utilizar *accruals* de curto prazo, este modelo consegue superar as limitações de outros modelos (Góis, 2014).

Os resultados da aplicação deste modelo podem ser considerados tendenciosos e perigosos, porque têm uma interpretação inversa, pois valores negativos indicam uma maior qualidade dos lucros. Muitos são os autores (Blanco *et al.*, 2015; Francis *et al.*, 2008; Reitmaier & Schultze, 2017; entre outros) que aconselham a multiplicar por -1 esta medida para facilitar a sua interpretação. Os resultados obtidos por Francis *et al.* (2008) encontraram uma relação positiva entre a qualidade dos resultados e as divulgações. Espera-se então um relacionamento positivo, o que implica um coeficiente negativo, entre a qualidade dos lucros e o nível de divulgações.

H1_d: A qualidade dos lucros está positivamente relacionada com o nível de divulgações.

Necessidade de financiamento – Segundo Healy e Palepu (2001) e Reitmaier e Schultze (2017), as empresas que precisam de fundos para financiar as suas oportunidades de investimento são incentivadas a divulgar mais para assim reduzir os custos de financiamento externo. Portanto, uma relação positiva é esperada entre as necessidades de financiamento e o nível de divulgações:

H1_e: As necessidades de financiamento estão positivamente relacionadas com o nível de divulgações.

Internacionalização – Maiores participações em atividades internacionais podem resultar num maior escrutínio público e, portanto, induzir uma maior procura de informações

(Depoers, 2000; Hail, 2003; Raffournier, 1995; Reitmaier & Schultze, 2017). As empresas podem satisfazer essa procura através da divulgação voluntária de informações adicionais. Uma relação positiva é esperada entre a internacionalização e o nível de divulgações:

H1_f: A internacionalização está positivamente relacionada com o nível de divulgações.

Problemas de Capital – As empresas que dependem dos mercados de capitais para novos financiamentos e que acedem a esses mercados de capital continuamente, precisam de comunicar de forma aberta e direta para assim conseguirem evitar surpresas e altos custos de agência (Cormier *et al.*, 2009; Reitmaier & Schultze, 2017). Segundo Cormier *et al.* (2009), Lang e Lundholm (2000) e Reitmaier e Schultze (2017), a literatura mostra que as empresas que pretendem emitir novo capital aumentam significativamente as suas divulgações. Por isso, uma relação positiva é esperada entre as novas emissões de Capital e o nível de divulgações:

H1_g: As novas emissões de Capital estão positivamente relacionadas com o nível de divulgações.

Alavancagem – Segundo Blanco *et al.* (2015) e Jensen e Meckling (1976), empresas com maiores níveis de alavancagem incorrem em maiores custos de manutenção, portanto é esperado que essas empresas divulguem mais para diminuir esses custos. Segundo Brown e Hillegeist (2007), Orens *et al.* (2009) e Reitmaier e Schultze (2017), um elevado nível de alavancagem financeira pode estar relacionado com os incentivos para os gestores e pode ter um efeito quer positivo, quer negativo sobre a divulgação.

Como os custos de agência aumentam com a alavancagem financeira (Jensen & Meckling, 1976; Kang & Gray, 2011b; Orens *et al.* 2009; Reitmaier & Schultze, 2017; Watson *et al.*, 2002), os gestores podem ter incentivos para reduzi-los divulgando voluntariamente mais informação.

Em sentido oposto, a alavancagem pode apresentar uma associação negativa com a divulgação, porque as empresas em más condições financeiras podem não ser capazes de obter benefícios através das divulgações ou podem não ter recursos financeiros suficientes para cobrir os custos dos relatórios (Cormier, Ledoux, Magnan, & Aerts, 2010; Cormier & Magnan, 2003; Orens *et al.*, 2009; Reitmaier & Schultze, 2017). Portanto, sem especificar a direção esperada, apresenta-se como hipótese:

H1_h: A alavancagem está relacionada com o nível de divulgações.

Market-to-Book ratio – Este rácio representa a diferença relativa entre o valor contabilístico e o valor de mercado do património para uma determinada empresa. As empresas que apresentam uma maior relação mercado-contabilidade estão sob uma enorme pressão para atender às expectativas do mercado de capitais. O que pode levar a um aumento das divulgações voluntárias, porque criam-se incentivos para justificar a alta avaliação de mercado (Kang & Gray, 2011b; Reitmaier & Schultze, 2017).

Esta relação entre o mercado e o valor da empresa na contabilidade também pode capturar oportunidades de crescimento, porque as empresas em crescimento divulgam mais para poderem informar sobre o seu potencial (Easton & Monahan, 2005; Kang & Gray, 2011b; Reitmaier & Schultze, 2017). Ao mesmo tempo, as aquisições hostis são mais prováveis para empresas subvalorizadas (Serafeim, 2011). Assim, as empresas com índices *Market-to-Book* relativamente baixos também têm incentivos para aumentar as divulgações voluntárias, a fim de aumentar a sua avaliação. A relação deste rácio com o nível de divulgações é, portanto, ambígua, assim:

H1_i: O *Market-to-Book ratio* está relacionado com o nível de divulgações.

Rentabilidade - Segundo Blanco *et al.* (2015), espera-se que a rentabilidade afete a política de divulgações das empresas. As divulgações das empresas com elevados níveis de rentabilidade podem ser consideradas como emitindo um sinal de bom desempenho e da qualidade do investimento (Alsaeed, 2006; Cerbioni & Parbonetti, 2007; Orens *et al.*, 2009; Reitmaier & Schultze, 2017; Wang, O, & Claiborne, 2008; Watson *et al.*, 2002).

De acordo com a Teoria da Agência, os gestores talentosos têm um incentivo para revelar o seu tipo, isto é, a sua forma de gestão, através das divulgações voluntárias (Trueman, 1986). Segundo Reitmaier e Schultze (2017), as empresas menos rentáveis têm tendência para divulgar menos, para assim conseguirem obscurecer os seus resultados (Alsaeed, 2006; Barako *et al.*, 2006; Raffournier, 1995; Wang *et al.*, 2008). No entanto, os gestores têm incentivos para divulgar as más notícias, incluindo a baixa rentabilidade, de forma voluntária, para assim conseguirem evitar os custos de reputação ou de contencioso, bem como fornecer dados contextuais de informações com o intuito de explicar as suas circunstâncias (da baixa rentabilidade) e de aprimorar a sua credibilidade (Orens *et al.*, 2009; Reitmaier & Schultze, 2017; Skinner, 1994; Wang *et al.*, 2008). Tendo em conta o grau de ambiguidade, supõe-se, sem especificar a direção esperada, que:

H1_j: A rentabilidade está relacionada com o nível de divulgações.

Tamanho da empresa – Segundo Cormier *et al.* (2009), o tamanho de uma empresa está negativamente relacionado com o custo da divulgação e com a divulgação do risco. Alsaeed (2006) refere que os custos de agência são maiores para empresas maiores, já que as suas partes interessadas estão mais difundidas.

A literatura que defende a ideia que as empresas maiores têm maiores incentivos para divulgar mais, para assim tentarem evitar os custos políticos, que aumentam com o tamanho da empresa, é muito extensa (Ballester, Livnat, & Sinha, 2002; Blanco *et al.*, 2015; Buzby, 1975; Diamond & Verrecchia, 1991; Inchausti, 1997; Lang & Lundholm, 1993; Leuz, 2004; Raffournier, 1995; Reitmaier & Schultze, 2017; Watson *et al.*, 2002). A procura pela informação e a probabilidade do escrutínio público e do litígio aumenta com o tamanho da empresa (Alsaeed, 2006; Depoers, 2000; Hossain, Perera, & Rahman, 1995; Lakhal, 2005; Prencipe, 2004).

As empresas maiores são tipicamente caracterizadas por terem um elevado número de atividades e unidades de negócio, o que leva à necessidade de divulgarem mais informações para que possam fornecer uma visão completa dos seus fatores de sucesso e do seu potencial de criação de valor (Bozzolan, Favotto, & Ricceri, 2003; Depoers, 2000; Reitmaier & Schultze, 2017). Estas entidades enfrentam também maiores benefícios e menores custos para divulgar voluntariamente a informação adicional (Brown & Hillegeist, 2007). Portanto, tendo em conta a informação, espera-se uma relação positiva entre o tamanho das empresas e o nível de divulgações:

H1_k: O tamanho da empresa está positivamente relacionado com o nível de divulgações.

Volatilidade das ações – A variabilidade (volatilidade) dos retornos de um ativo ou de um certo índice de referência pode ser auferida por intermédio de uma medida estatística de dispersão, por norma, pelo desvio padrão ou pela variância (Neves & Quelhas, 2013). Segundo estas autoras, quanto maior for a volatilidade maior será o risco. De outro modo, a volatilidade refere-se à probabilidade de variação da cotação dos ativos relativamente a um valor seguro. Maior volatilidade significa, ainda, que o valor de segurança pode potencialmente dispersar-se por um amplo intervalo de valores (Neves & Quelhas, 2013).

A volatilidade das ações reflete a incerteza do negócio (Alford & Berger, 1999; Reitmaier & Schultze, 2017). Indica assimetrias de informação entre os gestores e os investidores e

aumenta a dificuldade dos investidores para conseguirem avaliar com precisão o valor da empresa (Cormier *et al.*, 2009).

Segundo Watson *et al.* (2002), seguindo a Teoria da Agência, os gestores têm incentivos para divulgar informações adicionais e para comunicar o alinhamento das suas ações com os requisitos externos, para assim conseguirem sinalizar a estabilidade e a rentabilidade. Pelo contrário, segundo Reitmaier e Schultze (2017), as empresas altamente voláteis são menos estáveis e os negócios que são lucrativos podem reter as divulgações devido à potencial concorrência e às desvantagens pelas quais são particularmente vulneráveis. Por isso, como a relação entre a volatilidade das ações e o nível de divulgações torna-se ambígua, não se define *à priori* uma direção específica, supõe-se que:

H1₁: A volatilidade das ações está relacionada com o nível de divulgações.

3.1.2 Relação entre a relevância do valor e o nível de divulgações

É esperado que os investidores utilizem as divulgações das empresas para ajudar a facilitar o processo da tomada de decisão, ou seja, que ao avaliarem as decisões das empresas, estas divulgações possam gerar avaliações justificadas como base para a tomada de decisão.

Espera-se então que o aumento nos retornos futuros esperados, a redução do custo de capital das empresas, bem como a base das informações dos investidores, aumente com a avaliação do mercado e, por consequência, que aumente o valor de mercado das empresas (Reitmaier & Schultze, 2017).

Com base no nível de divulgações, os investidores podem analisar e interpretar melhor as informações fornecidas nos relatórios anuais, de forma a reduzirem a incerteza em torno desses números (Reitmaier & Schultze, 2017). Cria-se então a seguinte hipótese de investigação para tentar perceber se a extensão do nível de divulgações está positivamente relacionada com os valores de mercado:

H2_a: A extensão do nível de divulgações está positivamente relacionada com os valores atuais de mercado do Capital Próprio.

Vafaei *et al.* (2011), nos seus estudos, encontraram um efeito moderador das divulgações de Capital Intelectual sobre a relevância do valor, onde concluem que, os investidores

usam as divulgações de Capital Intelectual para complementar as suas análises do balanço (Reitmaier & Schultze, 2017).

Se as informações contidas nas Demonstrações Financeiras forem insuficientes para fins de avaliação, as informações adicionais sobre o nível de divulgações que foram divulgadas devem conseguir auxiliar os investidores na sua tomada de decisão e devem melhorar a avaliação da empresa (Reitmaier & Schultze, 2017).

A expectativa é que, as divulgações voluntárias adicionais relacionadas com o valor, melhorem o poder explicativo dos valores contabilísticos e dos lucros para os valores de mercado, de forma a que lacuna de informações entre a empresa e os investidores diminua. Para que se verifique esta expectativa, desenvolve-se a seguinte hipótese:

H2_b: Adicionar as divulgações voluntárias aumenta o poder explicativo do valor de mercado.

A Tabela 3.1 apresenta de forma sintetizada a enumeração das hipóteses de investigação, elaboradas anteriormente, para facilitar a compreensão das hipóteses no geral.

Tabela 3.1 Síntese das hipóteses de investigação (Fonte: elaboração própria)

Hipótese	Designação	Sinal esperado
H1 _a	A idade das empresas está relacionada com o nível de divulgações.	?
H1 _b	O tamanho da empresa de auditoria está positivamente relacionado com o nível de divulgações.	+
H1 _c	A remuneração baseada em ações está positivamente relacionada com o nível de divulgações.	+
H1 _d	A qualidade dos lucros está positivamente relacionada com o nível de divulgações.	+
H1 _e	As necessidades de financiamento estão positivamente relacionadas com o nível de divulgações.	+
H1 _f	A internacionalização está positivamente relacionada com o nível de divulgações.	+
H1 _g	As novas emissões de Capital estão positivamente relacionadas com o nível de divulgações.	+
H1 _h	A alavancagem está relacionada com o nível de divulgações.	?
H1 _i	O <i>Market-to-Book ratio</i> está relacionado com o nível de divulgações.	?
H1 _j	A rentabilidade está relacionada com o nível de divulgações.	?
H1 _k	O tamanho da empresa está positivamente relacionado com o nível de divulgações.	+
H1 _l	A volatilidade das ações está relacionada com o nível de divulgações.	?
H2 _a	A extensão do nível de divulgações está positivamente relacionada com os valores atuais de mercado do Capital Próprio.	+
H2 _b	Adicionar as divulgações voluntárias aumenta o poder explicativo do valor de mercado.	+

3.2 Definição das variáveis

Este subcapítulo apresenta as definições das variáveis em estudo, desde a mensuração do nível de divulgações, passando pelos determinantes e terminando na relevância do valor.

3.2.1 Mensuração do nível de divulgações

Para quantificar a extensão do nível de divulgações nos relatórios anuais das empresas, é utilizada uma estrutura desenvolvida pela Sociedade Alemã *Schmalenbach* de Administração de Empresas (SG, 2002) em conjunto com o modelo de Lopes (2015).

A questão central baseia-se na identificação do conteúdo da informação divulgada nos Relatórios e Contas consolidados das empresas com valores cotados na *Euronext Lisbon*, bem como na avaliação da evolução do nível de informação divulgado por estas, em diversas matérias ao longo dos últimos anos (durante o período em análise).

Como métrica, foi adotado o modelo de Lopes (2015), que é composto por diversos itens que se agregam por categorias, que constituem assim o instrumento de medida da qualidade da informação constante dos Relatórios e Contas.

Para identificar o nível de divulgações, todos os relatórios anuais foram analisados individualmente. A análise de conteúdo, segundo Lopes (2015) e Moraes (1999), constitui uma metodologia de pesquisa adequada para descrever e interpretar o conteúdo de todas as classes de documentos e textos, que conduzem a descrições sistemáticas, qualitativas ou quantitativas, que ajudam a reinterpretar as mensagens e a atingir uma compreensão dos seus significados num nível que vai para além de uma leitura comum.

Porém a análise de conteúdo quando aplicável aos relatórios anuais no contexto de fatores de valor intangível como o Capital Intelectual, por exemplo, tem sido criticada por ser subjetiva e não comparável devido às diferentes definições e categorizações do conteúdo aparentemente equivalente (Abeysekera, 2006; Beattie & Thomson, 2007; Reitmaier & Schultze, 2017).

Segundo Reitmaier e Schultze (2017), a análise de conteúdo é considerada inadequada para a investigação de Capital Intelectual transformacional (Dumay & Cai, 2014, 2015). No entanto, Goebel (2015), analisou as pontuações de Capital Intelectual como combinações de itens e encontrou um grau notável de comparabilidade entre os estudos

de Capital Intelectual com base nos dados obtidos através da análise de conteúdo (Reitmaier & Schultze, 2017).

Como este estudo se concentra numa pontuação mais ampla que inclui dados adicionais relacionados com a avaliação, para além da questão do valor de Capital Intelectual, a análise de conteúdo aplicada aos relatórios anuais das empresas é suficiente para testar a relevância das informações relacionadas com a avaliação para a tomada de decisões dos investidores.

Portanto, conclui-se que é adequado confiar nos relatórios anuais porque, segundo Hail (2002), estes são identificados como a fonte mais importante de informações para os analistas financeiros e para as decisões de investimento por parte dos investidores (Reitmaier & Schultze, 2017).

Lopes (2015), também é a favor da utilização dos relatórios anuais como fonte de informação, porque considera-os como sendo o principal veículo de informação entre a empresa e os *stakeholders*. Segundo a autora, estes relatórios são os documentos mais acessíveis e também os mais utilizados pelos utentes da informação.

Como o modelo de Lopes (2015) é derivado de um modelo da avaliação, ele evidencia, através da pontuação, a existência ou não, de informações que não sejam diretamente observáveis nas Demonstrações Financeiras e que possam ser relevantes para a avaliação do valor de mercado e do valor fundamental.

O modelo de Lopes (2015), vai então servir de base para a determinação do nível de divulgações, porque vai fornecer o sistema de pontuação para as divulgações voluntárias. Este modelo tem como base de referência os modelos de Botosan (1997), Dhaliwal *et al.* (2011), Eng e Mak (2003) e Hail (2002), e é composto por 31 itens, divididos por 6 categorias, conforme se pode verificar na Tabela 3.2 que evidencia as divulgações por categorias.

*Relatório Empresarial Aprimorado: Análise dos Fatores
Determinantes Para a Criação de Valor*

Tabela 3.2 Divulgações voluntárias por categoria (Fonte: adaptado de Lopes, 2015, p. 52)

Divulgações Voluntárias	
Ambiente	1 Energias renováveis
	2 Prevenção da poluição
	3 Reciclagem
	4 Outras práticas ambientais
Áreas de negócio	5 Principais áreas de negócios
	6 Principais mercados
	7 Qualidade do produto/serviço
	8 Quota de mercado
	9 Volume de negócios dos últimos anos
	10 Inovação do produto/serviço
	11 Outras informações acerca do produto/serviço
Comunidade	12 Apoio à educação
	13 Apoio à habitação
	14 Donativos
	15 Programas de voluntariado
	16 Outros apoios à comunidade
	17 Acidentes de trabalho
Empregados	18 Benefícios dos trabalhadores
	19 Emprego de pessoas com deficiência
	20 Faixa etária dos empregados
	21 Número de empregados
	22 Promoções
	23 Relações sindicais
	Previsões
25 Previsão do resultado líquido	
26 Previsão dos investimentos	
27 Previsão do comportamento das ações	
28 Outras previsões	
Riscos	29 Riscos inerentes à atividade desenvolvida
	30 Instrumentos de cobertura utilizados para mitigar o risco
	31 Outras informações acerca do risco

Escolheu-se adotar este modelo porque se considera que o mesmo é um instrumento de medida adequado ao contexto atual, por contemplar diversos aspetos e porque serve, simultaneamente, para avaliar a qualidade da informação voluntária divulgada (Lopes, 2015). De salientar que os componentes identificados são validados com base em investigações anteriormente desenvolvidas sobre as necessidades de informação dos investidores, bem como por algumas das recomendações da *Association of International Certified Professional Accountants* (AICPA) e do FASB (FASB, 2001; Lopes, 2015; Reitmaier & Schultze, 2017; Ruhwedel & Schultze, 2002).

O método de avaliação deste modelo é feito através da atribuição de uma pontuação aos itens anteriormente referenciados, onde cada item é pontuado com base no nível de informação fornecida (Orens *et al.*, 2009). A pontuação é então atribuída individualmente a cada item, de acordo com o tipo de informação divulgada (Lopes, 2015):

0 – Não divulga

1 – Divulga

2 – Divulga com detalhe

De acordo com o número de itens, cada empresa, por ano, poderá obter no máximo 62 pontos, distribuídos conforme se pode observar na Tabela 3.3 e no apêndice 3.

Tabela 3.3 Pontuação máxima por categoria de divulgação voluntária considerada (Fonte: adaptado de Lopes, 2015, p. 53)

Categorias	Pontuação máxima
Ambiente	8
Áreas de negócio	14
Comunidade	10
Empregados	14
Previsões	10
Riscos	6
Total	62 pontos

Esta pontuação concentra-se no efeito da informação, e não no efeito noticioso das divulgações, ou seja, foca-se no nível de detalhe e não distingue as boas e as más notícias.

Em resumo, espera-se que as informações que pretendemos analisar possam contribuir para ajudar os investidores a avaliar o potencial futuro de uma empresa e que, por sua vez, essa informação seja incorporada na sua avaliação (Reitmaier & Schultze, 2017). Por isso, conclui-se que esta informação suporta os objetivos da pontuação do nível de

divulgação, uma vez que pode diminuir a lacuna de informação entre a empresa e os seus investidores.

3.2.2 Determinantes do nível de divulgações

De modo a identificar os determinantes que conduzem à escolha de uma empresa para fornecer informação sobre o nível de divulgação, isto é, para testar as hipóteses H1_a a H1_l, é utilizado o modelo de regressão de Reitmaier e Schultze (2017), adaptado, e que designamos por Modelo (1):

$$VBRSCORE_{it} = \beta_0 + \beta_1 AGE_{it} + \beta_2 BIG4_{it} + \beta_3 COMP_{it} + \beta_4 EQUAL_{it} + \beta_5 FNEED_{it} + \beta_6 INT_{it} + \beta_7 ISSUE_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \beta_9 MB_{it} + \beta_{10} PROF_{it} + \beta_{11} SIZE_{it} + \beta_{12} VOLA_{it} + YEAR + IND + \varepsilon_{it}$$

Em que:

- O VBRSCORE (variável dependente) é a pontuação alcançada através das divulgações voluntárias (ver apêndice 3).
- AGE é a idade das empresas, medida através do número de anos em que a empresa tem valores cotados na bolsa de valores (*Euronext Lisbon*), usando como referência a informação presente nos relatórios, nos *websites* oficiais, no *website* BolsaPt e Investing.
- BIG4 representa o tamanho da empresa de auditoria, sendo que é uma variável binária que é igual a 1 se a empresa é auditada por uma empresa de auditoria da *Big Four* (Deloitte, EY, KPMG ou PwC) e 0 caso contrário.
- COMP é uma variável binária que indica o uso de compensação baseada em ações, em que é igual a 1 se existir compensação e igual a 0 caso contrário.
- EQUAL é a qualidade dos lucros, medida através do desvio padrão dos resíduos, com base na modificação de McNichols (2002), do modelo de Dechow e Dichev (2002), segundo Francis *et al.* (2008).

$$\frac{TCA_{j,t}}{Assets_{j,t}} = \phi_{0,j} + \phi_{1,j} \frac{CFO_{j,t-1}}{Assets_{j,t}} + \phi_{2,j} \frac{CFO_{j,t}}{Assets_{j,t}} + \phi_{3,j} \frac{CFO_{j,t+1}}{Assets_{j,t}} + \phi_{4,j} \frac{\Delta REV_{j,t}}{Assets_{j,t}} + \phi_{5,j} \frac{PPE_{j,t}}{Assets_{j,t}} + v_{j,t}$$

Onde, $\frac{TCA_{j,t}}{Assets_{j,t}}$ é a variável dependente do modelo e:

$TCA_{j,t} = \text{accruals}$ correntes totais da empresa j no ano t ($\Delta CA_{j,t} - \Delta CL_{j,t} - \Delta CASH_{j,t} + \Delta STDEBT_{j,t}$)

$\Delta CA_{j,t} =$ Variação do Ativo Corrente da empresa j entre t e $t-1$

$\Delta CL_{j,t} =$ Variação do Passivo Corrente da empresa j entre t e $t-1$

$\Delta CASH_{j,t} =$ Variação de Caixa e equivalentes (valor presente na Demonstração de Fluxos de Caixa Consolidada)

$\Delta STDEBT_{j,t} =$ Variação da dívida corrente da empresa j entre t e $t-1$ (valor dos recebimentos de empréstimos obtidos – valor dos pagamentos de empréstimos obtidos na Demonstração de Fluxos de Caixa Consolidada)

$Assets_{j,t} =$ Total do Ativo da empresa j no ano t

$CFO_{j,t} =$ Valor do Fluxo das Atividades Operacionais da Demonstração de Fluxos de Caixa Consolidada da empresa j no ano t

$\Delta REV_{j,t} =$ Variação do Volume de Negócios da empresa j entre t e $t-1$

$PPE_{j,t} =$ Valor do Ativo Fixo Tangível da empresa j no ano t

As estimativas específicas desta equação, para cada empresa, produzem uma série de resíduos que formam a base, onde o desvio padrão dos respectivos resíduos indica a qualidade dos lucros. Note-se que, a interpretação destes valores tem de ser muito cuidada, porque quanto maior for o valor do desvio padrão menor é a qualidade dos lucros.⁴

- O FNEED é uma necessidade de financiamento, medida através da razão entre o Fluxo de Caixa das Atividades de Investimento e o Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais, valores presentes na Demonstração de Fluxos de Caixa Consolidada (porque se trata de um rácio são admitidos os valores positivos, mesmo que nos relatórios sejam negativos).
- INT é a internacionalização, representada pelo Volume de Negócios externo a dividir pelo Volume de Negócios total.

⁴Apesar do período em análise ser compreendido entre 2013 e 2017, para a construção deste modelo foi necessária a análise dos relatórios de 2012 e de 2018, das empresas em estudo (o que no caso dos clubes de futebol corresponde aos relatórios de 2011-2012 (para 2012) e 2017-2018 (para 2018)).

- O ISSUE é uma variável fictícia que indica se houve novas emissões de Capital ou não (note-se que o que interessa é saber se houve novas emissões de Capital, não o facto de o Capital ser aumentado), em que é igual a 1 se existir nova emissão e igual a 0 caso contrário. Para verificar se existiu nova emissão (ou seja, valor “1”) é preciso verificar se houve uma nova emissão de ações ou se o número de ações representativas do Capital Social aumentou e o valor nominal manteve-se inalterado.

- O LEV é a alavancagem (*leverage*), medida como a razão entre a dívida total (Passivo Total) e o Ativo Total.

- MB é a relação entre o valor de mercado e o valor contabilístico, representa a razão entre o valor de mercado (valor unitário, para simplificar, o valor da cotação a 31 de dezembro ou, no caso dos clubes de futebol, a 30 de junho) e o valor contabilístico (total do Capital Próprio a dividir pelo número de ações).

- O PROF é a rentabilidade (*profitability*), medida através do retorno sobre as vendas, ou margem líquida operacional, ou rendibilidade operacional das vendas. Segundo Fernandes, Peguinho, Vieira, e Neiva (2015), a rendibilidade operacional das vendas obtém-se dividindo o Resultado Operacional pelo Volume de Negócios.

- O SIZE é o tamanho da empresa, medido através do logaritmo natural (função LN) do Ativo total.

- VOLA é a volatilidade das ações (*share volatility*), medida através do desvio padrão da ação numa base diária durante um período. Segundo Neves e Quelhas (2013), para determinar este valor são necessários três passos, primeiro fazer a divisão da cotação 1 pela cotação 2 (isto é, cotação de hoje a dividir pela cotação de ontem), segundo aplicar a função LN e, por fim, em terceiro lugar, fazer o desvio padrão deste valor, sendo este o valor pretendido.

De salientar que o modelo (1) controla os efeitos fixos do ano (YEAR) e empresa (IND).

A literatura encontra diferenças significativas no comportamento das divulgações entre as distintas indústrias (Robb, Single, & Zarzeski, 2001; Simpson, 2008; Vanstraelen *et al.*, 2003). Segundo Ballester *et al.* (2002), Reitmaier e Schultze (2017) e Watson *et al.* (2002), as empresas tendem a aumentar as divulgações em indústrias altamente reguladas, por exemplo, para conseguirem obter uma maior proteção, para reduzir as preocupações

a nível competitivo ou com a finalidade de reduzir os custos de agência por forma a mostrar a sua conformidade com a legislação.

3.2.3 Relevância do valor do nível de divulgações

Na obra de Ohlson (1995), este autor estabelece um modelo de avaliação de forma fechada baseado no pressuposto de uma dinâmica de informação linear, isto é, um processo autorregressivo de primeira ordem de entrada residual. Este modelo é frequentemente aplicado de forma simplificada, com base no modelo empírico de Collins, Pincus, e Xie (1999) (Aboody & Lev, 1998; Ahmed & Falk, 2006; Ballester *et al.*, 2002; Ballester, Garcia-Ayuso, & Livnat, 2003; Barth, Clement, Foster, & Kasznik, 1998; Cazavan-Jeny & Jeanjean, 2006; Reitmaier & Schultze, 2017; Zhao, 2002). Neste caso iremos debruçar-nos numa das abordagens deste modelo, adaptado de Reitmaier e Schultze (2017).

Para testar as hipóteses H2_a e H2_b foram então elaborados dois modelos (modelo 2 e 3, respetivamente), com base no trabalho de Reitmaier e Schultze (2017), onde a associação entre os valores de mercado e os valores contabilísticos, os lucros e as divulgações voluntárias é examinada (Collins *et al.*, 1999; Ohlson, 1995).

Modelo (2):

$$MV_{it+3meses} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it-1} + \beta_2 E_{it} + \varepsilon_{it}$$

O MV (variável dependente) é o valor de mercado do património três meses após o final do ano económico, que é quando, supostamente, os Relatórios e Contas anuais se tornam disponíveis, considerando-se para este efeito os valores das cotações a 31 de março e no caso dos clubes de futebol a 30 de setembro. Note-se que, quando não estiver disponível a cotação para esta data específica, considera-se a seguinte mais próxima.

O BV (*Book Value*) é o valor contabilístico do Capital Próprio no início do ano económico, deflacionado pelo número de ações, ou seja, o BV é igual ao Capital Próprio total a dividir pelo número de ações.

O E é o lucro no final do ano económico, deflacionado pelo número de ações, ou seja, é o Resultado por Ação (em inglês: *Earnings per Share* “EPS”). Este valor, segundo a *International Accounting Standard* (IAS) 33, deve ser divulgado pelas empresas com

valores cotados e encontra-se refletido nas Demonstrações Financeiras como Resultado por Ação básico (Regulamento (CE) n.º 1126/2008).

O modelo 2 descreve a regressão do valor de mercado sem incluir a pontuação alcançada pelas divulgações voluntárias. Seguindo o modelo de Ohlson (1995), ele classifica estas divulgações voluntárias como "outras informações". Segundo Barth (2000), "outras informações" podem ser outras informações sobre Demonstrações Financeiras ou qualquer outra informação adicional, dependendo da questão de investigação específica.

Para superar o problema de especificar as "outras informações", foram propostas diferentes abordagens, como por exemplo, usar o resíduo de uma regressão sem "outras informações" (Barth, Beaver, Hand, & Landsman, 2005) ou previsões de analistas como *proxy* (Ohlson, 2001). O problema é que estas abordagens têm a desvantagem de não especificar a fonte das "outras informações" (Reitmaier & Schultze, 2017).

Como este estudo está interessado no conteúdo informativo das "outras informações" fornecidas pelas divulgações dos relatórios anuais das empresas, foi aplicado o sistema adaptado de Lopes (2015), para pontuar as divulgações voluntárias, para assim obtermos o VBRSCORE, que é a pontuação alcançada pelas empresas através da análise das divulgações fornecidas pelas empresas.

Portanto, no modelo 3, o VBRSCORE é incluído como uma *proxy* direta para "outras informações", onde se espera que o mesmo capture a extensão das divulgações relacionadas com a avaliação nos relatórios anuais das empresas.

Modelo (3):

$$MV_{it+3meses} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it-1} + \beta_2 E_{it} + \beta_3 VBRSCORE_{it} + \varepsilon_{it}$$

A expectativa seguindo a hipótese H2_a é de um coeficiente positivo e significativo para o VBRSCORE, que confirme assim uma relação significativa com a avaliação de mercado. Como há na literatura quem enfatize a possível endogeneidade das divulgações voluntárias (por exemplo, Healy & Palepu, 2001; Larcker & Rusticus, 2010; Reitmaier & Schultze, 2017) empregamos várias técnicas estatísticas para tentar mitigar esta questão.

Através da hipótese H2_b, esperamos que o poder explicativo do valor de mercado da regressão aumente quando as divulgações voluntárias (VBRSCORE) forem incluídas como "outras informações". O poder explicativo é medido por vários critérios de informação, como por exemplo, o coeficiente de determinação (R²). Esperamos obter

melhores critérios de informação resultantes do modelo (3) em comparação aos do modelo (2) (Reitmaier & Schultze, 2017).

Segundo Reitmaier e Schultze (2017), as empresas que fornecem melhores informações relacionadas com a avaliação, ou seja, que divulgam mais informações de forma voluntária (maior VBRSCORE), devem poder exibir um maior poder explicativo para os valores de mercado, sobre as informações contabilísticas (sobre o seu valor contabilístico e os seus lucros) porque a diferença de informações entre a empresa e os investidores é menor.

Para conseguirmos perceber se para as empresas com valores mais altos para o VBRSCORE, há de facto melhores critérios de informação, no modelo (2) foi aplicada uma divisão pela mediana, para verificar então se para os valores maiores há efetivamente melhores informações.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Dada à dimensão da nossa amostra, para a correta recolha e tratamento dos dados, foram analisados um total de 190 Relatórios e Contas anuais, 31 Relatórios de Governo Societário e 11 Relatórios de Sustentabilidade. Destes a maioria foi obtida através dos *websites* oficiais das empresas, tendo sido para os restantes necessário recorrer à CMVM (separador Sistema de difusão de informação, Emitentes, Prestação de contas, Contas anuais, Pesquisa) para a sua obtenção.

Foram obtidos via CMVM os Relatórios e Contas anuais relativos aos três clubes de futebol (Benfica, FCPorto e Sporting), pois eram necessários os relatórios da SAD e os mesmos não se encontravam disponíveis, da Mota Engil, que somente disponibiliza os relatórios referentes ao período compreendido entre 2017-2015, estando em falta os relatórios referentes a 2014 e 2013, da Novabase, da SONAE e da SONAE COM.

Note-se que para a determinação da variável EQUAL, como anteriormente evidenciado no capítulo 3, foi necessário recorrer à análise dos relatórios para os períodos de 2012 e 2018, o que perfaz um total extra de 76 relatórios. Onde foram obtidos via CMVM os relatórios dos três clubes de futebol, da GALP Energia, da Imobiliária Construtora Grão Pará, da Mota Engil o referente a 2012, da Orey Antunes e da Reditus os referentes a 2018 e os da SONAE COM.

O apêndice 4 evidencia observações relativas aos relatórios analisados, quer para o período 2013-2017, quer para os relatórios de 2012 e 2018.

4.1 Análise das divulgações voluntárias

Neste subcapítulo são apresentados os resultados obtidos através da análise das divulgações voluntárias.

A pontuação média por item e por ano, atribuída às divulgações voluntárias das empresas, encontra-se evidenciada no apêndice 5. A Tabela 4.1 apresenta a pontuação média por categorias com evidência da pontuação máxima.

Tabela 4.1 Pontuação média por categoria de divulgação voluntária com evidência da Pontuação Máxima Possível (Fonte: Elaboração Própria)

Pontuação Média por Categoria com evidência da Pontuação Máxima Possível						
Categorias	Pontuação Máxima Possível	2013	2014	2015	2016	2017
Ambiente	8	2,8421	2,8158	2,7368	2,5526	3,4474
Áreas de Negócio	14	9,5789	9,2895	9,6579	9,6053	9,7105
Comunidade	10	4,2368	4,1579	4,4737	4,0789	4,9474
Empregados	14	6,2895	6,1842	6,5000	5,8421	7,2895
Previsões	10	3,2632	3,1053	3,1316	2,8684	2,6842
Riscos	6	5,3421	5,3421	5,3421	5,3158	5,3421

Como se pode observar, a média da pontuação não apresenta valores muito altos, tendo em conta os limites máximos possíveis, como se pode comprovar através da leitura do Gráfico 4.1 que evidencia a pontuação por categorias.

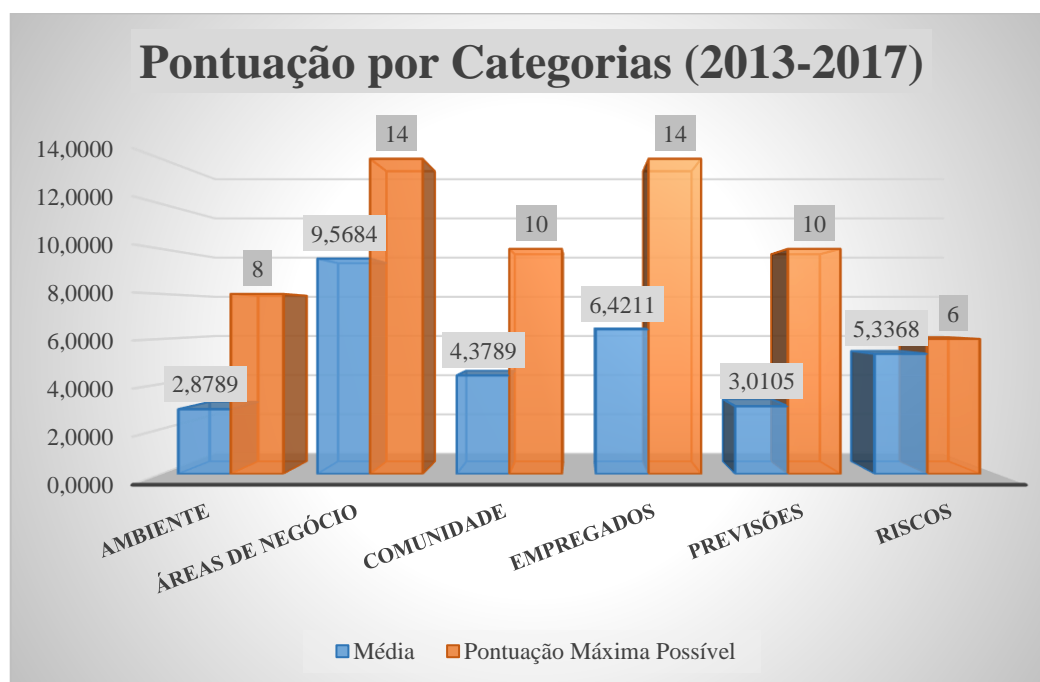


Gráfico 4.1 Pontuação por categorias versus Pontuação máxima possível (2013-2017) (Fonte: elaboração própria)

Como se pode observar quer através da leitura da Tabela 4.1 quer do Gráfico 4.1 é bastante claro que os níveis médios são muito inferiores quando comparados com os níveis máximos possíveis, à exceção da categoria “Riscos” em que o nível médio e o máximo apresentam grande semelhança, são praticamente iguais.

Pode-se concluir que as empresas demonstram grande preocupação na divulgação da informação sobre os riscos a que estão sujeitas, como os inerentes à sua atividade e os instrumentos de cobertura que utilizam para os tentar mitigar.

Verifica-se também que relativamente à categoria “Áreas de Negócio” o valor médio é relativamente alto, o que evidencia que existe uma preocupação, por parte das empresas, com a divulgação das informações sobre os seus produtos/serviços e sobre o seu negócio. Pelo contrário, as categorias “Ambiente” e “Previsões”, apresentam os valores mais baixos, onde se pode concluir que as empresas não têm muita tendência para divulgar as práticas ambientais por elas realizadas, assim como também não apresentam grande preocupação com previsões futuras.

A Tabela 4.2 evidencia a pontuação máxima e mínima alcançada pelas empresas, durante todo o período em análise, pelas categorias de divulgação consideradas e também destaca a pontuação máxima possível de alcançar em cada uma das categorias.

Tabela 4.2 VBRSCORE: Máximos e Mínimos por categoria de divulgação (Fonte: elaboração própria)

Máximos e Mínimos por Categoria de divulgação						
Categorias	Ambiente	Áreas de Negócio	Comunidade	Empregados	Previsões	Riscos
Máximo	8	13	10	14	8	6
Mínimo	0	4	0	0	0	3
Pontuação Máxima Possível	8	14	10	14	10	6

A categoria “Ambiente” apresenta os extremos possíveis da pontuação, com o máximo de 8 pontos que é também o máximo possível de alcançar nesta categoria, onde se destacam pela positiva a EDP e a EDP Renováveis, entre os períodos de 2013 e de 2013 a 2015, respetivamente. Pela negativa, temos algumas empresas que não conseguiram pontos em nenhum período, ou seja, com o mínimo possível de 0 pontos, temos o Benfica, o FCPorto, a Imobiliária Construtora Grão Pará, a NovaBase e a Orey Antunes. A Cofina entre 2013-2016 também não pontuou, assim como o Estoril Sol entre 2013-2016, a Pharol entre 2015-2017, a Ramada entre 2013-2016, a SAG GEST entre 2013-2016, a SONAE COM entre 2013-2015 e o Sporting em 2017.

Na categoria “Áreas de Negócio, temos pela positiva com um máximo de 13 pontos dos 14 possíveis, a Galp Energia em 2013, a Glintt em 2017, a Jerónimo Martins em 2014 e 2015, a Mota Engil em 2017 e a SONAE em todos os períodos (2013-2017). Pela negativa, com o mínimo de 4 pontos temos somente a Imobiliária Construtora Grão Pará entre 2014-2017.

A categoria “Comunidade” também apresenta como máximo e mínimo os extremos possíveis, pois o máximo é 10 pontos que é também a pontuação máxima possível desta categoria, enquanto que o mínimo é 0, que é também a pontuação mínima possível. Então

com 10 pontos temos a EDP e a Galp Energia entre 2013-2015, a Jerónimo Martins em 2013, a Mota Engil em 2015 e 2017 e também a SONAE em 2015 e 2017. Sem pontuação, ou seja, 0, temos a Cofina entre 2013-2016, o FCPorto entre 2013-2015, a Imobiliária Construtora Grão Pará e a Lisgráfica que não apresentam pontuação em nenhum período e a Pharol entre 2015-2017.

Na categoria “Empregados” tal como aconteceu na categoria anterior, aqui também é visível a situação dos extremos, onde com 14 pontos (o máximo possível) temos a Pharol em 2013 e com 0 pontos (o mínimo possível) a Imobiliária Construtora Grão Pará em 2017.

A categoria “Previsões” tem como máximo 8 pontos, dos 10 possíveis, que corresponde à Glintt em todos os períodos (2013-2017) e tem como mínimo 0 pontos, sem conseguir pontuar temos a Estoril Sol em 2016 e 2017 e a Imobiliária Construtora Grão Pará entre 2013-2015.

Por fim, a categoria “Riscos”, como já havia sido referido, apresenta valores muito positivos, onde são algumas as empresas que conseguem atingir a pontuação máxima possível desta categoria, de 6 pontos, em todos os períodos em análise (2013-2017). Temos então com a pontuação máxima em todos os períodos, a Cofina, Corticeira Amorim, EDP, EDP Renováveis, Galp Energia, Jerónimo Martins, Martifer, Mota Engil, Orey Antunes, Ramada, REN, SONAE, SONAE INDÚSTRIA, SONAE COM, The Navigator Company, Toyota Caetano e, por fim, a Vista Alegre. A NovaBase só não conseguiu obter os 6 pontos num período, conseguindo o máximo entre 2014 e 2017, em contrapartida a Pharol só conseguiu o máximo de 6 pontos em 2013. Pela negativa, com o mínimo de 3 pontos, temos somente a SAG GEST em todos os períodos (2013-2017).

Relativamente ao valor do VBRSCORE, que evidencia a pontuação total alcançada pelas empresas, em todas as seis categorias relativas ao nível de divulgações, podemos observar, através dos gráficos e tabelas que se seguem, a sua estatística descritiva e evolução.

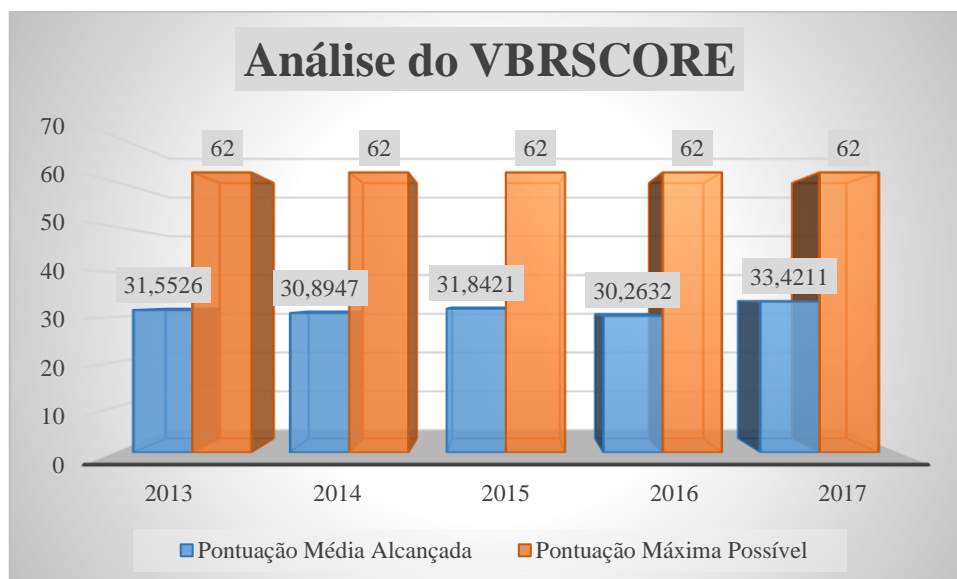


Gráfico 4.2 Pontuação Média Alcançada versus Pontuação Máxima Possível (Fonte: elaboração própria)

Para cada ano a pontuação máxima possível, a ideal, é de 62 pontos. Este valor é o máximo possível de ser atribuído anualmente por empresa, ou seja, por ano e por empresa o máximo é 62.

A interpretação do Gráfico 4.2 diz-nos que a maioria das empresas já desenvolve alguma preocupação com este tipo de divulgação, pois a média da pontuação obtida pelas empresas é ligeiramente superior, em termos percentuais, a 50% (50,959%, mais precisamente).

No entanto consegue-se nitidamente observar que há oscilações nos valores, não que sejam graves, porque o intervalo de variação não é grande, centra-se entre os 30-33,5, sensivelmente. Mas, estas oscilações denotam-se porque o valor da pontuação média em 2014 é inferior ao de 2013, em 2015 volta a subir, em 2016 já diminui novamente e finalmente em 2017 consegue-se observar uma subida bastante favorável. Sendo então o ano de 2017 o melhor, no sentido em que houve, em média, mais informação divulgada voluntariamente pelas empresas que contemplam a nossa amostra, e 2016 o ano pior.

Os valores médios da pontuação, comparados com os valores de Lopes (2015), são favoravelmente superiores, tendo em conta que os valores de Lopes (2015) compreendiam o período entre 2004-2013, pode-se considerar que as empresas têm vindo a aumentar este tipo de divulgações, já que este estudo compreende o período entre 2013-2017. Não obstante, há que ter em atenção que a amostra de ambos os estudos não é a

mesma, porque Lopes (2015) estuda as empresas do índice PSI-20, e este estudo abrange uma amostra, consideravelmente superior, que são as empresas da *Euronext Lisbon*.

Pode-se ainda concluir que, apesar da média apresentar um valor superior ao de Lopes (2015), e isso ser considerado um fator bastante positivo, há que ter em consideração, que dos itens avaliados, em termos médios e percentuais, 50%, não é mau, mas também não é suficientemente bom, porque umas das conclusões que se pode retirar é que ainda não é suficiente. Como se pode observar, *à priori*, com a explicação dos mínimos obtidos por categorias, há ainda muitas empresas que não divulgam informações, para lá das obrigatórias, nas mais diversas categorias, nos seus relatórios anuais, o que pode sinalizar a pouca disponibilidade para uma maior transparência por parte das entidades.

Segundo Melloni (2015), as divulgações voluntárias servem como instrumento de sinalização e ferramenta de comunicação para a gestão de impressões. Logo se as empresas não divulgam, uma das interpretações possíveis poderá ser de que as informações são muito negativas, ou inexistentes, porque se não é divulgado, pode levar a que se pense o pior. Não obstante, as empresas podem não divulgar as informações por outros motivos, por exemplo, a aplicabilidade do rácio custo-benefício, ou então porque, simplesmente, não têm nada para divulgar.

A Tabela 4.3 e o Gráfico 4.3 evidenciam a média, mediana, máximo e mínimo obtidos através da classificação dada às informações divulgadas pelas empresas, dada pelo modelo de Lopes (2015).

Tabela 4.3 VBRSCORE: Evolução das estatísticas média, mediana, máximo e mínimo (Fonte: elaboração própria)

Estatísticas	2013	2014	2015	2016	2017
Média	31,553	30,895	31,842	30,263	33,421
Mediana	30,5	29,5	30,5	29,5	35,5
Máximo	51	51	50	47	51
Mínimo	14	13	13	13	11

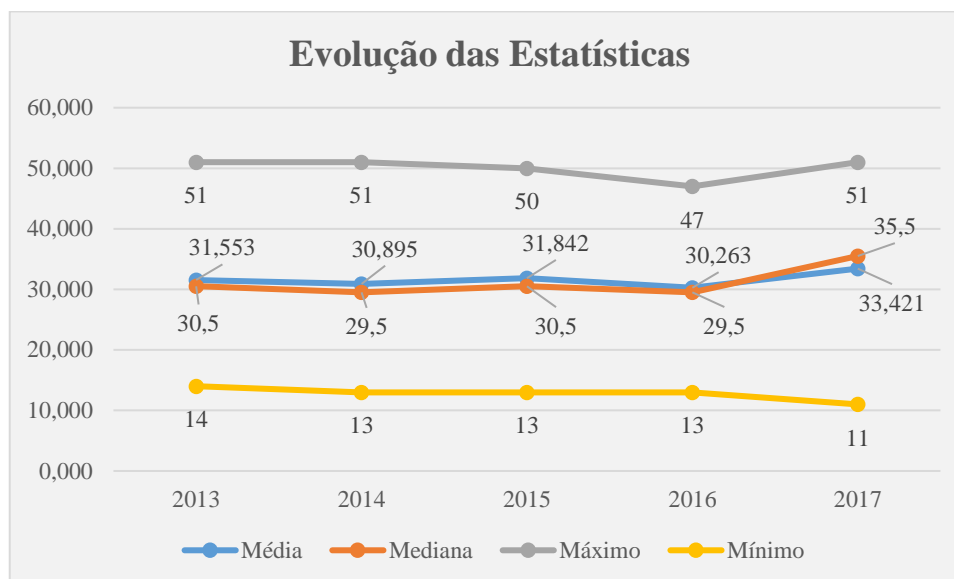


Gráfico 4.3 VBRSCORE: Evolução das estatísticas média, mediana, máximo e mínimo (Fonte: elaboração própria)

Em relação à mediana, os valores só vêm confirmar as oscilações que foram referidas à priori, aquando da análise dos valores médios. Através da observação dos valores da mediana, em comparação com os valores da média, a mediana é inferior nos primeiros quatro anos analisados (2013-2016), sendo somente superior em 2017. No entanto, não existe grande diferença entre ambas as estatísticas.

Quanto à evolução dos valores máximos e mínimos, não existem grandes alterações durante o período em análise, os valores máximos centram-se num intervalo compreendido entre 47-51 e os valores mínimos entre 11-14. Em relação aos valores máximos, 2016 é o ano que apresenta um valor mais baixo (47), relativamente aos dos outros anos que varia entre 50 e 51 e, em relação aos valores mínimos, 2017 é o ano que apresenta um valor mínimo mais baixo (11), sendo que os valores dos outros anos variam entre 13 e 14.

Para 2013, o valor máximo de 51 pontos corresponde à EDP e o valor mínimo de 14 pontos à Imobiliária Construtora Grão Pará. Em 2014, o valor máximo de 51 pontos diz respeito à Jerónimo Martins e o valor mínimo de 13 pontos à Imobiliária Construtora Grão Pará. Para 2015, a pontuação máxima de 50 pontos abrange duas empresas, a Galp Energia e a Mota Engil, e a pior pontuação, ou seja, o mínimo de 13 pontos, diz respeito à Imobiliária Construtora Grão Pará. A pontuação máxima em 2016, que é a mais pequena tendo em conta o período analisado, é de 47 pontos e diz respeito à EDP Renováveis e à Jerónimo Martins, e a pontuação mínima de 13 pontos compreende a Imobiliária

Construtora Grão Pará. Por último, em 2017, a pontuação máxima de 51 pontos e pertence à Mota Engil e, como já esperado, a Imobiliária Construtora Grão Pará volta a ser a empresa com a pontuação mínima, que é de 11 pontos neste ano.

A ano de 2017 não deixa de ser curioso, quanto aos valores das pontuações, porque consegue simultaneamente apresentar o valor máximo mais alto (51 pontos) e o valor mínimo mais baixo (11 pontos).

Após a análise dos resultados obtidos, conclui-se que a empresa Imobiliária Construtora Grão Pará é a que apresenta pontuações mais baixas, aliás consegue ser a empresa com piores valores em todos os períodos analisados. Uma das razões é o facto dos Relatórios e Contas desta empresa serem muito pequenos, com uma média de 42 páginas, à exceção do relatório referente a 2013, que apresenta 103 páginas.

Ao contrário do que se sucede com os valores mínimos, não há uma empresa que consiga obter a pontuação máxima em todos os períodos, o que é simples de explicar, pois os relatórios apresentados pelas empresas ao longo do período em análise foram sempre sofrendo alterações, o que leva a que em alguns anos a informação seja divulgada e noutros já não.

O apêndice 6 evidencia os pressupostos relativos à análise das divulgações voluntárias.

4.2 Estatística descritiva

Neste subcapítulo são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis que incorporam os modelos de regressão analisados. Nos anexos 1 e 2 constam as saídas do *EViews*.

A Tabela 4.4 evidencia a estatística descritiva das variáveis do modelo 1, à exceção das variáveis binárias BIG4, COMP e ISSUE. Em relação às variáveis binárias, consegue perceber-se que, a maior parte das empresas em análise (cerca de 81,58%) são auditadas por empresas de auditoria pertencentes à *Big Four*, valor superior comparado com o de Reitmaier e Schultze (2017) (78,2%). Para a compensação baseada em ações (COMP) o cenário é inverso, o valor de Reitmaier e Schultze (2017), é de 61%, e neste caso é somente de 17,37%. E, para a variável ISSUE, o valor é cerca de 3,16%, semelhante ao de Reitmaier e Schultze (2017), que é de 7,13%.

*Relatório Empresarial Aprimorado: Análise dos Fatores
Determinantes Para a Criação de Valor*

Tabela 4.4 Estatística descritiva – Variáveis do Modelo 1 (Fonte: elaboração própria)

Variáveis	N	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão	Skewness	Kurtosis
VBRSCORE	190	31,59474	31	51	11	9,451014	0,227741	2,276314
AGE	190	18,39474	17	45	0	9,621238	0,731489	3,374794
EQUAL	190	0,152692	0,109946	0,849687	0,014561	0,147328	2,998379	13,88895
FNEED	190	1,814760	0,348049	129,9268	0	10,16159	11,24360	137,3153
INT	190	0,317487	0,112898	0,956	0	0,344289	0,497925	1,598716
LEV	190	0,722057	0,699576	2,139522	0,027336	0,298750	1,235239	8,370842
MB	190	4,572833	0,913641	393,6459	-3,011546	30,74582	11,37362	139,4030
PROF	190	0,031178	0,080371	0,771541	-6,539368	0,614970	-7,932651	77,97523
SIZE	190	20,32787	19,94277	24,50936	16,62511	1,743883	0,284809	2,642674
VOLA	190	0,048988	0,026984	0,346195	0,009855	0,056327	2,818868	11,48836

A Tabela 4.5 evidencia a análise dos valores máximos e mínimos das variáveis deste modelo, com exceção das variáveis binárias BIG4, COMP e ISSUE.

Tabela 4.5 Análise dos valores Máximos e Mínimos – Variáveis do Modelo 1 (Fonte: elaboração própria)

Variáveis	Máximo	Mínimo
VBRSCORE	EDP – 2013 (51)	Imobiliária Construtora Grão Pará – 2017 (11)
	Jerónimo Martins – 2014 (51)	
	Mota Engil – 2017 (51)	
AGE	Compta – 2017 (45)	CTT – 2013 (0 ⁵)
	Imobiliária Construtora Grão Pará – 2017 (45)	
EQUAL	Lisgráfica 2013-2017 (0,849687)	EDP Renováveis 2013-2017 (0,014561)
FNEED	SAG GEST – 2015 (129,9268)	Imobiliária Construtora Grão Pará 2013-2017 (0 ⁶)
INT	Corticeira Amorim – 2014 (0,956)	Benfica 2013-2017 (0) ⁷
		Cofina 2013-2017 (0)
		Compta 2013-2017 (0)
		EDP Renováveis 2016-2017 (0)
		Estoril Sol 2013-2017 (0)
		FCPorto 2013-2017 (0)
		Galp Energia 2013-2014 (0)
		Ibersol 2014-2017 (0)

⁵ A variável AGE evidencia o número de anos em que as empresas apresentam valores cotados na bolsa de valores, e no caso específico da empresa CTT, no período de 2013, apresenta como mínimo valor 0, porque acontece que a empresa só entrou para o mercado, ou seja, só passou a ter valores cotados na bolsa de valores, a partir de dezembro de 2013.

⁶ Para a determinação da variável FNEED era necessário proceder a uma divisão, e o que acontece é que esta empresa não apresentava valores para um dos membros, o Fluxo de Caixa das Atividades de Investimento, por isso é que resulta o valor mínimo de 0.

⁷ As empresas que apresentam valores mínimos 0 não evidenciavam o Volume de Negócios externo nos seus relatórios. À exceção da Pharol, que para além de não evidenciar o Volume de Negócios externo, nos períodos 2014-2017, não evidenciava o Volume de Negócios Consolidado.

*Relatório Empresarial Aprimorado: Análise dos Fatores
Determinantes Para a Criação de Valor*

		Imobiliária Construtora Grão Pará 2013-2017 (0) Lisgráfica 2013-2017 (0) NOS 2013-2017 (0) Orey Antunes 2013-2014 e 2016-2017 (0) Pharol 2014-2017 (0) REN 2013-2017 (0) SAG GEST 2013-2017 (0) SONAE INDÚSTRIA 2016-2017 (0) Sporting 2013-2017 (0)
LEV	Lisgráfica – 2017 (2,139522)	Pharol – 2017 (0,027336)
MB	SONAE INDÚSTRIA – 2015 (393,6459)	Benfica – 2014 (-3,011546)
PROF	Orey Antunes – 2013 (0,771541)	Imobiliária Construtora Grão Pará – 2013 (-6,539368)
SIZE	EDP – 2016 (24,50936)	Lisgráfica – 2017 (16,62511)
VOLA	SONAE INDÚSTRIA – 2014 (0,346195)	EDP Renováveis – 2017 (0,009855)

Em relação ao desvio padrão e partindo do princípio de que quanto menor for o valor do desvio padrão, mais homogénea é a amostra, podemos concluir que a variável VOLA, que é a que apresenta o desvio padrão menor, em comparação com a variável MB, que é a que apresenta o desvio padrão maior, contempla valores mais condensados próximos da média e por conseguinte mais homogéneos do que os da variável MB, que apresenta valores mais distribuídos.

Todas as variáveis, desconsiderando as variáveis binárias (uma vez que não faz sentido no estudo de assimetria falar destas), apresentam assimetria positiva (*skewness* > 0), à exceção de PROF, que apresenta assimetria negativa (*skewness* < 0). Assimetria positiva implica que a média é superior à mediana, enquanto que assimetria negativa implica o contrário, que a mediana é superior à média, factos que se comprovam através da observação da tabela.

Como os valores do parâmetro *kurtosis* são equivalentes para todas as variáveis, no sentido em que são maiores que zero em todas elas, significa que todas as variáveis seguem uma distribuição leptocúrtica.

As variáveis BIG4, INT, ISSUE, LEV, PROF, SIZE e VOLA apresentam valores muito semelhantes em comparação com os de Reitmaier e Schultze (2017).

Como outrora referido, para a determinação da variável EQUAL, foi necessário proceder à análise extra de outro modelo, para o qual são evidenciadas algumas observações no apêndice 7.

Na Tabela 4.6 constam os valores das estatísticas descritivas das variáveis usadas nos modelos 2 e 3.

Tabela 4.6 Estatística descritiva – Variáveis do Modelo 2 e 3 (Fonte: elaboração própria)

Variáveis	n	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão	Skewness	Kurtosis
MV	190	3,192807	1,723	18,40	0,0087	3,968698	1,706460	5,263925
BV	190	2,504428	1,866792	15,09886	-3,061769	2,902545	1,718161	6,921461
E	190	0,148476	0,15	2,34	-2,95	0,551592	-1,158435	13,08876
VBRSCORE	190	31,59474	31	51	11	9,451014	0,227741	2,276314

A diferença entre o modelo 2 e o modelo 3 é a adição da variável VBRSCORE (já interpretada) no modelo 3, sendo MV a variável dependente em ambos os modelos.

Em relação aos valores médios, pode-se concluir que os valores de mercado, três meses após o final do ano económico (MV), são superiores aos valores contabilísticos (BV) e ainda que o resultado por ação, em média, é positivo (E).

A mediana é somente superior à média na variável E, para as restantes a média apresenta valores superiores. Os valores de ambas as estatísticas são semelhantes, à exceção da variável MV em que o intervalo de variação dos valores entre a mediana e a média já se torna considerável.

Os valores máximos e mínimos da variável MV dizem respeito à Semapa no ano de 2017 (18,40) e à SONAE INDÚSTRIA no ano de 2014 (0,0087), respetivamente. O que significa que a Semapa foi a empresa que apresentou uma cotação mais alta, três meses após o final do ano económico, e a SONAE INDÚSTRIA a mais baixa.

Para a variável BV, que representa o valor contabilístico, é correto afirmar que a empresa que apresenta maior valor (o máximo) é a Semapa em 2016 (15,09886) e a que apresenta menor valor (o mínimo) é o Sporting (-3,0617692) em 2013.

Quanto ao resultado por ação, representado pela variável E, a Ramada em 2017 é a que apresenta maior valor, o máximo de 2,34, enquanto que o FCPorto em 2016 apresenta o pior, o mínimo de -2,95.

De salientar que a Imobiliária Construtora Grão Pará não evidencia o resultado por ação nos seus relatórios, apesar da IAS 33 referir que o mesmo deve ser divulgado pelas empresas com valores cotados.

A análise dos valores do desvio padrão indica o quanto os valores estão dispersos em relação à média. Avaliando os dados destas quatro variáveis, pode-se concluir que a variável E é que apresenta menor dispersão e a variável VBRSCORE a que apresenta maior dispersão dos valores em relação à média, logo é correto afirmar que a variável E apresenta uma amostra mais homogênea em comparação com a variável VBRSCORE.

Quanto a interpretação do parâmetro *skewness* (assimetria) as variáveis MV, BV e VBRSCORE apresentam valores superiores a zero o que significa que as variáveis são assimetricamente positivas. Este grau de assimetria indica que a média é superior à mediana, questão que se verifica para as três variáveis. A variável E, pelo contrário, como o seu valor é inferior a zero, apresenta assimetria negativa, o que nos indica, segundo o grau de assimetria, que a mediana é superior à média, facto que se verifica.

A interpretação do parâmetro *kurtosis* é equivalente para todas as variáveis, superior a zero, o que significa que todas as quatro variáveis em análise seguem uma distribuição leptocúrtica.

Os valores obtidos da estatística descritiva referentes às variáveis dos modelos 2 e 3 não apresentam semelhanças com os valores de Reitmaier e Schultze (2017).

Durante o processo de recolha dos dados, para a elaboração dos três modelos, verificou-se que haviam muitos valores que de um período para o outro sofreram reclassificações e outros que foram ajustados, rerepresentados e reexpressos, quer por alteração da classificação contabilística quer pela adoção de normativos contabilísticos, através da adoção da IAS 12 ou pela adoção da IFRS 10 e 11. No entanto foram sempre considerados os valores presentes nos relatórios do respetivo período, desconsiderando estas alterações.

4.3 Matriz de Correlações

A matriz de correlação de *Pearson* foi a medida utilizada para analisar a correlação entre as variáveis.

Para as variáveis BIG4, COMP e ISSUE, que são usadas no modelo 1, não faz sentido interpretar a sua correlação, uma vez que este tipo de variáveis são classificadas como qualitativas nominais e o coeficiente de *Pearson* só se aplica a variáveis quantitativas.

*Relatório Empresarial Aprimorado: Análise dos Fatores
Determinantes Para a Criação de Valor*

A Tabela 4.7 evidencia o coeficiente de correlação de *Pearson* para as variáveis do modelo 1 e a Tabela 4.8 o coeficiente de correlação de *Pearson* para os modelos 2 e 3, seguindo o critério sugerido por Galvão (2017) e Pestana e Gageiro (2005).

Tabela 4.7 Coeficiente de correlação de Pearson – Variáveis do Modelo 1 (Fonte: elaboração própria)

	VBRSCORE	AGE	EQUAL	FNEED	INT	LEV	MB	PROF	SIZE	VOLA
VBRSCORE	1,000000									
AGE	-0,250648*	1,000000								
EQUAL	-0,513588*	0,132953	1,000000							
FNEED	-0,085050	0,002397	-0,015830	1,000000						
INT	0,358098*	-0,004375	-0,348792*	-0,039295	1,000000					
LEV	-0,141987	-0,043810	0,530711*	0,024996	-0,155464*	1,000000				
MB	0,094255	-0,075201	0,039883	7,35E-05	0,095351	0,049400	1,000000			
PROF	0,285044*	-0,357454*	-0,255022*	0,011872	0,108312	-0,019454	0,013264	1,000000		
SIZE	0,769179*	-0,374472*	-0,558528*	-0,029139	0,376723*	-0,285355*	0,006842	0,253710*	1,000000	
VOLA	-0,371775*	0,322782*	0,537125*	0,020040	-0,152470*	0,430678*	0,359026*	-0,086667	-0,529697*	1,000000

Legenda:

Muito fraca	Fraca	Moderada	Elevada	Muito elevada
-------------	-------	----------	---------	---------------

Significância * p<0,05

Tabela 4.8 Coeficiente de correlação de Pearson – Variáveis dos Modelos 2 e 3 (Fonte: elaboração própria)

	MV	BV	E	VBRSCORE
MV	1,000000			
BV	0,654868*	1,000000		
E	0,522089*	0,459921*	1,000000	
VBRSCORE	0,462891*	0,184122*	0,233564*	1,000000

Legenda:

Muito fraca	Fraca	Moderada	Elevada	Muito elevada
-------------	-------	----------	---------	---------------

Significância * p<0,05

A ideia que nos transmite a Tabela 4.7 é de que as variáveis apresentam um misto entre correlações positivas e negativas e entre correlações significativas e insignificativas (a um nível de 5%) e que a maior parte das correlações entre as variáveis do modelo 1 são classificadas como muito fracas ou fracas, no entanto, existem algumas correlações classificadas como moderadas e uma como elevada, entre o VBRSCORE e o SIZE.

Esta última correlação, entre o VBRSCORE e o SIZE, é positiva, elevada (coeficiente de 0,769179) e altamente significativa, o que nos conduz na direção esperada pela hipótese H1_k. Também a correlação entre o VBRSCORE e o INT é positiva, apesar de classificada como fraca (0,358098), e como apresenta um elevado nível de significância a 5% encaminha-nos também na direção esperada pela hipótese H1_f.

AGE, EQUAL, PROF e VOLA (H1_a, H1_d, H1_j e H1_l, respetivamente) apresentam correlações significativas a um nível de 5% com o VBRSCORE. Era somente esperada uma direção positiva entre o VBRSCORE e o EQUAL, o que não se verificou, para as restantes era ambígua a direção esperada, no entanto AGE e VOLA apresentam correlações negativas com o VBRSCORE e PROF apresenta uma correlação positiva.

As variáveis FNEED, LEV e MB não estão significativamente correlacionadas com o VBRSCORE e apresentam ainda correlações classificadas como fracas. Sendo negativa a correlação do FNEED e do LEV com o VBRSCORE e positiva a correlação entre o MB e o VBRSCORE. Mas, note-se que, estas conclusões podem ser devidas ao facto do teste de correlação paramétrico de *Pearson* assumir distribuição normal.

Quanto à interpretação das correlações entre as variáveis dos modelos 2 e 3, é notório que existe uma correlação positiva entre todas as variáveis, apresentado somente uma correlação muito fraca entre o VBRSCORE e o BV e uma correlação fraca entre o VBRSCORE e o E, sendo as restantes classificadas como moderadas. Não obstante, todas as correlações presentes nestes modelos são altamente significativas para um nível de significância de 5%.

Consegue-se ainda concluir que a correlação entre o VBRSCORE e o MV é positiva e moderada, apresentando um coeficiente de correlação de aproximadamente 0,5 (0,462891), e como esta correlação apresenta um nível alto de significância pode-se concluir que estas informações vão ao encontro do esperado com a hipótese H2_a.

Em suma, no panorama geral, os resultados suportam a maioria das associações previstas e quando comparados com os resultados obtidos por Reitmaier e Schultze (2017), encontram-se algumas semelhanças, mais até nas conclusões para as variáveis dos modelos 2 e 3 do que para as do modelo 1.

4.4 Análise dos determinantes do nível de divulgações

O anexo 3 apresenta a análise univariada dos determinantes, isto é, doze regressões individuais, uma para cada um dos determinantes. A Tabela 4.9 apresenta uma síntese da respetiva análise.

*Relatório Empresarial Aprimorado: Análise dos Fatores
Determinantes Para a Criação de Valor*

Tabela 4.9 Análise univariada – Variáveis do Modelo 1 (Fonte: elaboração própria)

Análise univariada (Modelo 1)			
$VBRSCORE_{it} = \beta_0 + \beta_j \text{Determinantes}_{it} + YEAR + IND + \varepsilon_{it}$			
Determinantes	Expectativa do sinal	VBRSCORE	Significância ***p<0,01 **p<0,05 *p<0,1
AGE	?	-0,246214	0,0005***
BIG4	+	7,628571	0,0000***
COMP	+	-1,893264	0,2967
EQUAL	+	-32,94630	0,0000***
FNEED	+	-0,079103	0,2433
INT	+	9,830095	0,0000***
ISSUE	+	1,967391	0,6171
LEV	?	-4,491788	0,0507*
MB	?	0,028973	0,1958
PROF	?	4,380624	0,0001***
SIZE	+	4,168586	0,0000***
VOLA	?	-62,37986	0,0000***

Após a interpretação da análise univariada, é possível concluir que AGE, BIG4, EQUAL, INT, PROF, SIZE e VOLA estão significativamente relacionados com o VBRSCORE a um nível de 5% ($p < 0,05$). O que representa a confirmação univariada das hipóteses H1_a, H1_b, H1_d, H1_f, H1_j, H1_k e H1_l. BIG4, INT e SIZE apresentam coeficientes positivos, conforme o esperado. Para AGE, PROF e VOLA as expectativas eram ambíguas, no entanto, verifica-se que PROF apresenta um coeficiente positivo enquanto que AGE e VOLA apresentam coeficientes negativos. Quanto ao EQUAL a questão é controversa, pois o esperado seria um coeficiente positivo e na verdade ele é negativo, no entanto, valores negativos para este coeficiente implicam maior qualidade dos lucros, logo o valor do coeficiente pode-se considerar como sendo o expectável.

Um coeficiente negativo para AGE indica que a idade das empresas, isto é, o número de anos que a empresa tem valores cotados na bolsa de valores *Euronext Lisbon*, está negativamente relacionado com o nível de divulgações, o que nos leva a conclusão de que as empresas mais jovens divulgam mais.

O coeficiente positivo para BIG4 confirma que o tamanho da empresa de auditoria está positivamente relacionado com o nível de divulgações, o que significa que as empresas que são auditadas pelas empresas de auditoria da *Big Four* tem tendência para divulgar mais informação de forma voluntária.

A questão do EQUAL, como já referido, é controversa, isto porque um coeficiente negativo implica maior qualidade dos lucros. Assim, a partir desta análise, concluiu-se

que quanto maior é a qualidade dos lucros de uma empresa, maior é o seu nível de divulgações voluntárias.

Quanto ao INT, que representa a internacionalização, como o mesmo apresenta um coeficiente positivo, este indica-nos que a internacionalização está positivamente relacionada com o nível de divulgações. O que nos leva à conclusão de que as empresas com maiores participações em atividades internacionais têm tendência para divulgar mais informação de forma voluntária.

PROF apresenta um coeficiente positivo o que indica que as empresas altamente lucrativas, que querem assegurar um desempenho superior contínuo e manter a regulação externa num nível baixo, tendem a divulgar mais informações de forma voluntária (Inchausti, 1997; Reitmaier & Schultze, 2017; Watson *et al.*, 2002). Uma explicação alternativa, seguindo a Teoria da Agência, é que gestores talentosos têm incentivos para revelar o seu bom desempenho através das divulgações voluntárias (Trueman, 1986). Além disso, segundo Reitmaier e Schultze (2017), as empresas menos lucrativas tendem a divulgar menos para conseguirem obscurecer os seus resultados (Alsaed, 2006; Barako *et al.*, 2006; Raffournier, 1995; Wang *et al.*, 2008).

Um coeficiente positivo para SIZE significa que as empresas maiores divulgam mais. Segundo Brown e Hillegeist (2007) e Reitmaier e Schultze (2017), estas empresas enfrentam maiores benefícios e menores custos com a divulgação voluntária das informações adicionais.

Por último, para VOLA, os resultados mostram uma relação negativa, o que indica que as empresas que enfrentam maior volatilidade retêm divulgações. Uma das razões, para estes resultados, segundo Reitmaier e Schultze (2017), serão as possíveis desvantagens competitivas que são mais prejudiciais em tempos de negócios instáveis.

As variáveis COMP, FNEED, ISSUE, LEV e MB não estão significativamente relacionados com o VBRSCORE nas regressões individuais. Apesar da variável LEV estar significativamente relacionada com o VBRSCORE a um nível de 10% ($p < 0,10$), esta análise baseia-se num nível de significância (*p-value*) de 0,05.

Não obstante, os resultados obtidos com esta análise, quando comparados com os resultados de Reitmaier e Schultze (2017), são ligeiramente diferentes, mas sem grande disparidade. A maior diferença recai na diferença dos sinais dos coeficientes, uma vez

que, dos doze determinantes em análise, apenas seis apresentam sinal igual, ou seja, apenas metade.

O anexo 4 apresenta a análise multivariada dos determinantes e a Tabela 4.10 apresenta uma síntese da respetiva análise.

Tabela 4.10 Análise multivariada – Variáveis do Modelo 1 (Fonte: elaboração própria)

Análise multivariada (Modelo 1)			
$VBRSCORE_{it} = \beta_0 + \beta_1 AGE_{it} + \beta_2 BIG4_{it} + \beta_3 COMP_{it} + \beta_4 EQUAL_{it} + \beta_5 FNEED_{it} + \beta_6 INT_{it} + \beta_7 ISSUE_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \beta_9 MB_{it} + \beta_{10} PROF_{it} + \beta_{11} SIZE_{it} + \beta_{12} VOLA_{it} + YEAR + IND + \varepsilon_{it}$			
Variáveis	Expectativa do sinal	VBRSCORE	Significância ***p<0,01 **p<0,05 *p<0,1
AGE	?	0,097910	0,0728 *
BIG4	+	1,246249	0,3296
COMP	+	-2,303803	0,0459 **
EQUAL	+	-11,85666	0,0051 ***
FNEED	+	-0,070756	0,0875 *
INT	+	0,307122	0,8244
ISSUE	+	-0,007930	0,9974
LEV	?	4,494277	0,0146 **
MB	?	0,028790	0,0696 *
PROF	?	1,384654	0,0772 *
SIZE	+	3,749440	0,0000 ***
VOLA	?	-2,833580	0,8099
R-Quadrado		0,656305	
R-Quadrado ajustado		0,633003	
Estatística F		28,16591	
Significância da Estatística F		0,000000 ***	

A análise multivariada mostra que o modelo de regressão 1 é altamente significativo com uma estatística F de 28,17 (aproximadamente). A interpretação do valor do R-Quadrado diz-nos que as variáveis independentes, ou seja, os determinantes, explicam 66% (aproximadamente) da variação da variável dependente, isto é, do VBRSCORE.

As variáveis COMP, EQUAL, LEV e SIZE são hipóteses confirmatórias altamente significativas (H1_c, H1_d, H1_h e H1_k), sendo que, EQUAL e SIZE, estão de acordo com os resultados obtidos na análise univariada.

O sinal negativo para COMP evidencia uma direção contrária à esperada e indica que, o facto de existirem remunerações baseadas em ações, as mesmas não estão diretamente relacionadas com o nível de divulgações, aliás o sinal que transmite o coeficiente implica a relação inversa, ou seja, pode-se concluir que as empresas que aplicam este tipo de remuneração tendem a divulgar menos informação de forma voluntária.

A existência de um sinal positivo para LEV significa a existência de uma relação positiva entre a alavancagem e o nível de divulgações, apesar de anteriormente não se ter previsto qualquer direção, derivado ao elevado nível de ambiguidade, este sinal indica que as empresas com maiores níveis de alavancagem divulgam mais. Segundo Reitmaier e Schultze (2017), os gestores tendem a usar as divulgações voluntárias para tentar reduzir os significativos custos de agência.

Os valores das variáveis AGE, BIG4, FNEED, INT, ISSUE, MB, PROF e VOLA não são significativos para esta análise. Embora AGE, FNEED, MB e PROF apresentem significância a um nível de 10% ($p < 0,10$), como esta análise é baseada num nível de significância (*p-value*) de 0,05, chega-se à conclusão de que estes não são significativos.

Em suma, pode-se concluir que a análise multivariada dos determinantes implica que as grandes empresas, com elevada qualidade nos seus lucros, maiores níveis de alavancagem e que não optam pela remuneração baseada em ações tendem a divulgar voluntariamente mais informações.

Não existe grande disparidade entre os resultados desta análise e os obtidos por Reitmaier e Schultze (2017), aliás ambas as conclusões apresentam quatro determinantes altamente significativos e desses quatro dois são comuns em ambos os trabalhos, COMP e SIZE, embora a variável COMP apresente sinal inverso.

O nível de significância da relação entre os determinantes e o VBRSCORE quer pela análise univariada, quer pela multivariada, quer pela matriz de correlação de *Pearson*, é resumido na Tabela 4.11, assim como o sinal dos coeficientes.

Tabela 4.11 Resumo da relação entre os determinantes e o VBRSCORE tendo em atenção os diferentes métodos em análise (Fonte: elaboração própria)

Determinantes	Correlação de <i>Pearson</i>		Análise univariada		Análise multivariada	
	Significância ($p < 0,05$)	Sinal	Significância ($p < 0,05$)	Sinal	Significância ($p < 0,05$)	Sinal
AGE	SIM	-	SIM	-		
BIG4			SIM	+		
COMP					SIM	-
EQUAL	SIM	-	SIM	-	SIM	-
FNEED						
INT	SIM	+	SIM	+		
ISSUE						
LEV					SIM	+
MB						
PROF	SIM	+	SIM	+		
SIZE	SIM	+	SIM	+	SIM	+
VOLA	SIM	-	SIM	-		

Através da observação da Tabela 4.11 é possível concluir que EQUAL e SIZE são os únicos determinantes significativos comuns aos três métodos. Os determinantes AGE, INT, PROF e VOLA são significativos apenas na classificação do coeficiente de correlação de *Pearson* e na análise univariada. BIG4 é somente significativo na análise univariada, assim como COMP e LEV, que apenas são significativos na análise multivariada. Em relação ao FNEED, ISSUE e MB (hipóteses H1_e, H1_g e H1_i, respectivamente) não são encontrados resultados significativos.

Para FNEED e ISSUE as conclusões são idênticas às obtidas por Reitmaier e Schultze (2017). Para os restantes determinantes as conclusões já apresentam algumas diferenças, na medida em que diferem ligeiramente, no entanto, conclui-se que no limite acabam por ser semelhantes.

4.5 Análise da relevância do valor do nível de divulgações

Para averiguar a relevância do valor foi necessário o cumprimento de alguns passos. Primeiramente, tal como no trabalho de Reitmaier e Schultze (2017), foi efetuado o teste de *Durbin-Wu-Hausman* e os resultados, neste caso, sugerem que não há endogeneidade, ou seja, o VBRSCORE não está correlacionado com o termo erro. O resultado obtido é contrário ao obtido no modelo de referência, por aqueles autores, uma vez que no caso deles sugere endogeneidade.

O anexo 5 mostra a estimação do modelo 4 cuja a variável dependente é o VBRSCORE e onde se obteve os resíduos da estimação. Esta variável residual é depois considerada como variável independente no modelo 5, que se encontra evidenciado no anexo 6.

Aplicou-se depois o teste de *Wald* para averiguar se a variável residual tem impacto significativo sobre a variável dependente. Se houver evidência de impacto, significa que existem problemas de endogeneidade. Neste caso, como o valor de prova é superior a 5%, há evidência da não endogeneidade, como se pode verificar através do anexo 7.

Por último, o modelo 3 foi estimado utilizando dois métodos diferentes, via OLS e via 2SLS e, na verdade, os resultados são idênticos, o que significa que não há diferenças que possam ser classificadas como significativas, como se pode confirmar através do anexo 8 a estimação 2SLS e do anexo 9 a estimação OLS. A Tabela 4.12 evidencia a comparação dos parâmetros mais relevantes dos diferentes métodos de estimação.

*Relatório Empresarial Aprimorado: Análise dos Fatores
Determinantes Para a Criação de Valor*

Tabela 4.12 Comparação dos dois métodos de estimação implementados no Modelo 3 (Fonte: elaboração própria)

Modelo 3: $MV_{it+3meses} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it-1} + \beta_2 E_{it} + \beta_3 VBRSCORE_{it} + \varepsilon_{it}$		
Parâmetros	Método 2SLS	Método OLS
BV (significância)	0,668994 (0,0000)	0,676602 (0,0000)
E (significância)	1,502671 (0,0002)	1,580378 (0,0001)
VBRSCORE (significância)	0,158594 (0,0000)	0,134576 (0,0000)
R-Quadrado	0,584009	0,587077
R-Quadrado ajustado	0,577299	0,580417
Estatística F (significância)	84,40438 (0,000000)	88,14912 (0,000000)

Para ambos os métodos, 2SLS e OLS, os coeficientes de BV e E são positivos e significativos como esperado. O coeficiente positivo e significativo do VBRSCORE confirma a hipótese H2_a, pois este indica que as divulgações voluntárias são relevantes para os investidores no processo de avaliação.

Em suma, pode-se concluir que o modelo 3 é altamente significativo com valores de estatística F de aproximadamente 84,40 para o método 2SLS e de 88,15 para o método OLS e que os valores do R-Quadrado revelam de forma aproximada que 58,4% via 2SLS, ou 58,7% via OLS, da variação da variável dependente (MV) é explicada pelas variáveis independentes (BV, E e VBRSCORE).

A análise do modelo 2 encontra-se evidenciada no anexo 10 e a Tabela 4.13 compara alguns dos parâmetros mais relevantes entre os modelos 2 e 3.

Tabela 4.13 Comparação de alguns parâmetros entre os Modelos 2 e 3 (Fonte: elaboração própria)

Parâmetros	Modelo 2	Modelo 3 (via OLS)
R-Quadrado	0,908391	0,587077
R-Quadrado ajustado	0,881410	0,580417
Estatística F (Significância)	33,66802 (0,000000)	88,14912 (0,000000)

Para investigar a hipótese H2_b, comparamos o poder explicativo do modelo 2 e do modelo 3, ou seja, comparamos o poder explicativo do modelo sem e com o VBRSCORE, respetivamente. O esperado é que os critérios de informação para o modelo 3 sejam melhores do que os do modelo 2. No entanto, quer o R-Quadrado, quer o R-Quadrado ajustado, do modelo 3 (via OLS) são inferiores aos do modelo 2, o que sugere que o modelo 3 evidencia menor poder explicativo do valor de mercado em comparação com o modelo 2, ou de outra forma, o modelo 2 apresenta um melhor poder explicativo.

Apesar do valor da estatística F ser superior no modelo 3, no geral, os critérios de informação seguem no sentido inverso ao da direção esperada pela hipótese H2_b, o que

significa que adicionar as divulgações voluntárias não aumenta o poder explicativo do valor de mercado, pelo contrário, diminui.

Para Reitmaier e Schultze (2017), as conclusões são ligeiramente diferentes, a hipótese H2_a verifica-se em ambas as análises, ao contrário da hipótese H2_b que aqui não se verifica e no modelo de referência é validada.

Segundo Reitmaier e Schultze (2017), as empresas que divulgam mais informação devem ter maior poder explicativo para os valores de mercado. Logo, o esperado é que exista maior poder explicativo para as empresas com maiores níveis de divulgações.

Para conseguirmos verificar se de facto para as empresas com valores mais altos para o VBRSCORE, há evidência de melhores critérios de informação, foi aplicado ao modelo 2 uma divisão pela mediana, isto é, pelo valor mais alto e mais baixo do VBRSCORE, como se pode verificar no anexo 11. A Tabela 4.14 evidencia a comparação dos valores pela divisão da mediana do VBRSCORE e dos valores totais.

Tabela 4.14 Modelo 2 com evidência da separação pela mediana (Fonte: elaboração própria)

Modelo 2: $MV_{it+3meses} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it-1} + \beta_2 E_{it} + \varepsilon_{it}$			
Parâmetros	Subamostra superior (Mediana >= 31)	Subamostra inferior (Mediana < 31)	Amostra total
BV (significância)	0,831081 (0,0001*)	0,317812 (0,2302)	0,667697 (0,0002*)
E (significância)	3,563725 (0,0000*)	0,185505 (0,5786)	0,517763 (0,0707)
n	99	91	190
R-Quadrado	0,956353	0,788120	0,908391
R-Quadrado ajustado	0,937098	0,697314	0,881410
Estatística F (significância)	49,66558 (0,000000)	8,679187 (0,000000)	33,66802 (0,000000)

Significância * p<0,05

Através da análise das duas subamostras, verifica-se que a subamostra com valores superiores (>=31) apresenta valores maiores nos parâmetros mais relevantes, desde os valores dos coeficientes assim como os da estatística F e do R-Quadrado. Aliás os coeficientes BV e E são significantes na subamostra superior, enquanto que, para a subamostra inferior não são.

O tamanho das subamostras pode-se considerar como semelhante, isto é, a diferença da dimensão das subamostras não é muito relevante, uma vez que a subamostra superior é composta por 99 observações e a inferior por 91. Já quanto à análise dos valores do R-Quadrado e do R-Quadrado ajustado, os mesmos são maiores na subamostra superior, o que significa que as variáveis BV e E apresentam um poder explicativo maior do valor de mercado na subamostra superior quando comparado com a subamostra inferior.

Logo, é possível concluir que o nível de divulgações ajuda os investidores a analisar e a interpretar as informações e confirma a expectativa de que tais divulgações diminuem o hiato de informações entre a empresa e os investidores. Os resultados obtidos para as empresas portuguesas estão em linha com as conclusões obtidas para as empresas alemãs no estudo desenvolvido por Reitmaier e Schultze (2017).

Não obstante, quanto à pontuação relativa ao nível de divulgação, isto é, a pontuação atribuída às informações divulgadas pelas empresas de forma voluntária, a mesma encontra-se dividida em seis categorias (ou partes) e a Tabela 4.15 evidencia a matriz de correlação dessas mesmas partes com o VBRSCORE total e exprime a interpretação do coeficiente de correlação de *Pearson*.

Os resultados evidenciam que as seis partes, ambiente, áreas de negócio, comunidade, empregados, previsões e riscos, são altamente significativas, para o VBRSCORE total, a um nível de significância de 5% ($p < 0,05$) e a maioria das partes também apresentam correlação significativa entre si.

Tabela 4.15 Matriz de correlação de Pearson - VBRSCORE e partes (Fonte: elaboração própria)

	VBRSCORE Total	Parte 1 Ambiente	Parte 2 Áreas de Negócio	Parte 3 Comunidade	Parte 4 Empregados	Parte 5 Previsões	Parte 6 Riscos
VBRSCORE Total	1.000000						
Parte 1 Ambiente	0.861098*	1.000000					
Parte 2 Áreas de Negócio	0.781099*	0.559999*	1.000000				
Parte 3 Comunidade	0.894704*	0.772353*	0.675994*	1.000000			
Parte 4 Empregados	0.784336*	0.604871*	0.408993*	0.638768*	1.000000		
Parte 5 Previsões	0.302029*	0.152110*	0.301013*	0.109037	-0.001018	1.000000	
Parte 6 Riscos	0.417170*	0.337491*	0.235341*	0.232015*	0.465890*	-0.089955	1.000000

Legenda:

Muito fraca	Fraca	Moderada	Elevada	Muito elevada
-------------	-------	----------	---------	---------------

Significância * $p < 0,05$

Através da interpretação da Tabela 4.15, os resultados obtidos mostram que a maioria das correlações apresentam coeficientes positivos e que as partes do ambiente, áreas de negócio, comunidade e empregados apresentam uma correlação elevada para com o VBRSCORE total.

Quanto à análise das correlações das distintas partes (seis partes) com o VBRSCORE total, verificou-se que a parte 3, que se refere à comunidade, é a que apresenta um

coeficiente de correlação maior (0,8947, aproximadamente) e a parte 5, que são as previsões, é a que apresenta o menor (0,3020, aproximadamente).

Em suma, atendendo ao nível de significância e à correlação das seis partes para com o VBRSCORE total, é possível concluir que todas as partes contribuem significativamente para o poder explicativo da pontuação.

4.6 Análise de sensibilidade e provas de robustez / Verificações de robustez

Para verificar a robustez do modelo utilizado, isto é, numa tentativa para detetarmos a sensibilidade dos resultados às especificações dos modelos e os potenciais erros, foram realizadas várias regressões 2SLS, excluindo uma variável de cada vez, para conseguirmos perceber as possíveis associações entre as variáveis incluídas no primeiro estágio. Os resultados obtidos com a análise de sensibilidade apresentam resultados idênticos aos inicialmente obtidos, o que sinaliza o modelo utilizado como robusto. Indica robustez.

CONCLUSÃO

São vários os conceitos do Relatório Empresarial Aprimorado que foram desenvolvidos para alinhar os relatórios das empresas com as necessidades de informação por parte dos investidores. Com base no pressuposto de que essas necessidades compreendem informações para fins de avaliação da empresa e devido à identificação da criação de valor como objetivo final, esta investigação analisou não só as divulgações voluntárias da informação, disponibilizadas pelas empresas, bem como as variáveis dos modelos de regressão adotados, para conseguir responder às três perguntas de investigação colocadas no início: (1) Quais as informações constantes nos Relatórios e Contas que são mais determinantes para a avaliação da criação de valor das empresas?; (2) As divulgações voluntárias fazem diferença na avaliação da criação de valor?; (3) Serão estas divulgações voluntárias relevantes para a avaliação das empresas pelo mercado?.

O objetivo principal deste estudo visa identificar quais os fatores determinantes para a criação de valor de uma empresa e perceber também a ligação do nível de divulgações com a criação de valor e a sua relevância para a avaliação que o mercado apresenta para essa empresa.

Os resultados obtidos com o estudo desenvolvido possibilitaram encontrar respostas para as três perguntas de investigação, uma vez que, a análise efetuada identifica a qualidade dos lucros (EQUAL) e o tamanho das empresas (SIZE) como sendo os determinantes mais significativos para a criação de valor nos relatórios empresariais. Estes resultados revelam ainda que as divulgações voluntárias para além de fazerem diferença na criação de valor, são ainda relevantes para a avaliação do mercado, para além do facto de fornecerem um valor adicional através do seu poder explicativo.

Relativamente às hipóteses em estudo, foi possível concluir que, quanto às hipóteses que relacionavam os determinantes e o nível de divulgações, verificou-se a larga maioria (9 hipóteses em 12), uma vez que somente para três das hipóteses (H1_e, H1_g e H1_i), é que não foram encontrados resultados significativos. Já quanto às hipóteses que evidenciavam a relação entre a relevância do valor e o nível de divulgações, o facto de a hipótese H2_a ter seguido a direção esperada, comprovando assim que a extensão do nível de divulgações (isto é, das divulgações voluntárias) está positivamente relacionada com os valores atuais de mercado do Capital Próprio, era esperado, com base na investigação efetuada.

Este resultado não surpreende, uma vez que seria esperado que as divulgações diminuíssem o hiato da informação entre a empresa e os investidores. Já o facto da hipótese H2_b não se ter verificado foi contrária ao previsto, uma vez que se acreditava que ao adicionar as divulgações voluntárias, estas aumentassem o poder explicativo do valor de mercado e os resultados obtidos na investigação não comprovaram essa hipótese.

Os resultados indicam ainda que a informação capturada pela pontuação atribuída às divulgações voluntárias é relevante para os investidores no processo de avaliação e de tomada de decisão. Em particular, o facto de todas as seis partes em que se subdivide o VBRSCORE serem altamente significativas e correlacionadas com a pontuação total indica que todas elas contribuem para a explicação do poder explicativo das divulgações voluntárias. Os resultados obtidos permitem concluir que o modelo de investigação desenvolvido é robusto e que as divulgações voluntárias complementam as métricas da contabilidade tradicional, isto é, do valor contabilístico e dos ganhos.

Em linha com os resultados de Reitmaier e Schultze (2017), foi encontrada grande heterogeneidade no nível e na qualidade das informações. Tendo por base os resultados obtidos no referido estudo, pode concluir-se que os resultados obtidos no estudo da realidade portuguesa não divergiram do expectável. Aliás, os resultados do estudo desenvolvido são positivos porque comprovam, cientificamente, que as empresas que mais divulgam são melhor percecionadas pelos investidores nas suas tomadas de decisões de investimento.

Esta investigação contribui para a literatura, quer sobre as divulgações voluntárias, quer sobre o Relatório Empresarial Aprimorado. Primeiro, porque os resultados apresentados contribuem para o debate sobre os elementos e efeitos do nível de divulgações e informa sobre os desenvolvimentos do Relatório Empresarial Aprimorado. Em segundo lugar, este estudo contribui para a literatura sobre os determinantes e as consequências das divulgações voluntárias, porque apesar do grande corpo de literatura existente sobre o tema, a mensuração das divulgações voluntárias ainda é um tema em discussão. E, em terceiro lugar, contribui para a literatura sobre a análise da relevância do valor, na medida em que analisa as informações adicionais divulgadas pelas empresas e onde se conclui que o nível de divulgações diminui a lacuna de informação existente entre a empresa e o investidor. Esta investigação faz assim a ligação entre as informações que são

potencialmente úteis para os investidores, ao mesmo tempo que auxilia o investidor no processo de avaliação das empresas e nas suas tomadas de decisão.

Uma das limitações desta investigação advém do processo para a obtenção dos dados, uma vez que as variáveis em análise eram muito extensas. Esta análise implicou a recolha de dados muito específicos e detalhados, quer para a construção da pontuação atribuída às divulgações voluntárias, quer para obtenção das variáveis para os três modelos de regressão adotados. Visto que os dados foram obtidos através da análise de conteúdo dos relatórios anuais consolidados, esse facto poderá, para além de influenciar o tamanho da amostra, ter sido afetado pelo elevado grau de subjetividade que acarreta este tipo de análise, para além da questão do erro humano, que é um ponto negativo, uma vez que a obtenção dos dados foi feita manualmente.

Também o foco apenas nos relatórios anuais, poderá ter negligenciado outros canais de informação, como os comunicados das empresas, as informações presentes nos seus *websites* oficiais ou as *conference calls*. No entanto, a análise de conteúdo dos relatórios anuais foi considerada a abordagem mais adequada, uma vez que, primeiro é a análise de conteúdo que permite medir o que se pretende e segundo porque os relatórios são a fonte mais importante de informação para os analistas financeiros e para os investidores para conseguirem fundamentar as suas decisões de investimento.

Como linha de investigação futura, seria interessante investigar mais profundamente as matérias abordadas neste estudo. Na parte das divulgações voluntárias, proceder a uma investigação que vá para além dos relatórios, numa tentativa de melhorar a compreensão das necessidades dos utentes da informação financeira, quer seja através de questionários, ou de outras vias. Na parte do Relatório Empresarial Aprimorado, talvez tentar perceber melhor a sua aplicabilidade na sociedade, verificar se realmente a relação de custo-benefício gera sinergias positivas. Por exemplo, investigar se este tipo de relatório se justifica aplicar a outro tipo de empresas, para além das empresas com valores cotados, porque apesar da informação que ele transmite ser muito completa, será que é adequado as empresas que não precisem de atrair investimento, apresentarem relatórios com tamanha dimensão. Outra sugestão de trabalho futuro recai na utilização de *proxies* diferentes para medir as variáveis, como por exemplo, utilizar o logaritmo natural das vendas, em vez do logaritmo natural do Ativo total, para medir o tamanho da empresa, entre outras.

REFERÊNCIAS

- Abeysekera, I. (2006). The project of intellectual capital disclosure: researching the research. *Journal of Intellectual Capital*, 7(1), 61-77. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/14691930610639778/full/html>. DOI: <https://doi.org/10.1108/14691930610639778>
- Abeysekera, I. (2008). Intellectual capital practices of firms and the commodification of labor. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 21(1), 36-48. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/09513570810842313/full/html>. DOI: <https://doi.org/10.1108/09513570810842313>
- Abeysekera, I. (2013). A template for integrated reporting. *Journal of Intellectual Capital*, 14(2), 227-245. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/14691931311323869/full/html>. DOI: <https://doi.org/10.1108/14691931311323869>
- Abodiy, D., & Kasznik, R. (2000). CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), 73-100. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410100000148>. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(00\)00014-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(00)00014-8)
- Abodiy, D., & Lev, B. (1998). The Value Relevance of Intangibles: The Case of Software Capitalization. *Journal of Accounting Research*, 36, 161-191. Disponível em https://www.jstor.org/stable/2491312?seq=1#page_scan_tab_contents. DOI: 10.2307/2491312
- Adams, C. A. (2015). The International Integrated Reporting Council: A call to action. *Critical Perspectives on Accounting*, 27, March, 23-28. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1045235414000732>. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2014.07.001>
- Ahmed, K., & Falk, H. (2006). The value relevance of management's research and development reporting choice: Evidence from Australia. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(3), May-June, 231-264. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0278425406000317>. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2006.03.002>
- Akerlof, G. A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), August, 488-500. Disponível em <https://academic.oup.com/qje/article-abstract/84/3/488/1896241?redirectedFrom=fulltext>. DOI: <https://doi.org/10.2307/1879431>
- Al-Akra, M., Eddie, I. A., & Ali, M. J. (2010). The association between privatisation and voluntary disclosure: Evidence from Jordan. *Accounting and Business Research*, 40(1), 55-74. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00014788.2010.9663384>. DOI: 10.1080/00014788.2010.9663384
- Alford, A. W., & Berger, P. G. (1999). A Simultaneous Equations Analysis of Forecast Accuracy, Analyst Following, and Trading Volume. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 14(3), 219-240. Disponível em

- <https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/0148558X9901400303>. DOI:
<https://doi.org/10.1177/0148558X9901400303>
- Alsaeed, K. (2006). The association between firm-specific characteristics and disclosure. *Managerial Auditing Journal*, 21(5), 476-496. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/02686900610667256/full/html>. DOI: <https://doi.org/10.1108/02686900610667256>
- Amir, E., & Lev, B. (1996). Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry. *Journal of Accounting and Economics*, 22(1-3), August-December, 3-30. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410196004302>. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(96\)00430-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(96)00430-2)
- Armitage, S., & Marston, C. (2008). Corporate disclosure, cost of capital and reputation: Evidence from finance directors. *The British Accounting Review*, 40(4), December, 314-336. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0890838908000516?via%3Dihub>. DOI: 10.1016/j.bar.2008.06.003
- Baetge, J., & Solmecke, H. (2006). Grundsätze und Konzeption des Value Reporting. *Zeitschrift für Controlling & Management*, 3, 16-30.
- Ballester, M., Garcia-Ayuso, M., & Livnat, J. (2003). The economic value of the R&D intangible asset. *European Accounting Review*, 12(4), 605-633. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/09638180310001628437>. DOI: 10.1080/09638180310001628437
- Ballester, M., Livnat, J., & Sinha, N. (2002). Labor Cost and Investments in Human Capital. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 17(4), 351-372. Disponível em <https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/0148558X0201700404>. DOI: <https://doi.org/10.1177/0148558X0201700404>
- Barako, D. G., Hancock, P., & Izan, H. Y. (2006). Factors Influencing Voluntary Corporate Disclosure by Kenyan Companies. *Corporate Governance: An International Review*, 14(2), March, 107-125. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1467-8683.2006.00491.x>. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00491.x>
- Barth, M. E. (2000). Valuation-based accounting research: Implications for financial reporting and opportunities for future research. *Accounting & Finance*, 40(1), 7-32. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1467-629X.00033>. DOI: <https://doi.org/10.1111/1467-629X.00033>
- Barth, M. E., Beaver, W. H., Hand, J. R. M., & Landsman, W. R. (2005). Accruals, Accounting-Based Valuation Models, and the Prediction of Equity Values. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 20(4), 311-345. Disponível em <https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/0148558X0502000401>. DOI: <https://doi.org/10.1177/0148558X0502000401>
- Barth, M. E., Cahan, S. F., Chen, L., & Venter, E. R. (2016). The Economic Consequences Associated with Integrated Report Quality: Early Evidence from a Mandatory Setting. University of Pretoria, unpublished working paper. Disponível em https://www.iuc.bwl.uni-muenchen.de/wissensch_-veranstaltungen/arw---neu/paper_arw-marybarth_09_05_16.pdf.

- Barth, M. E., Clement, M. B., Foster, G., & Kasznik, R. (1998). Brand Values and Capital Market Valuation. *Review of Accounting Studies*, 3(1-2), March, 41-68. Disponível em <https://link.springer.com/article/10.1023/A:1009620132177>. DOI: <https://doi.org/10.1023/A:1009620132177>
- Barth, M. E., Konchitchki, Y., & Landsman, W. R. (2013). Cost of capital and earnings transparency. *Journal of Accounting and Economics*, 55(2-3), April-May, 206-224. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410113000128>. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.01.004>
- Beattie, V., & Thomson, S. J. (2007). Lifting the lid on the use of content analysis to investigate intellectual capital disclosures. *Journal Accounting Forum*, 31(2), 129-163. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1016/j.accfor.2007.02.001>. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2007.02.001>
- Bernardi, C., & Stark, A. W. (2018). Environmental, social and governance disclosure, integrated reporting, and the accuracy of analyst forecasts. *The British Accounting Review*, 50(1), January, 16-31. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0890838916300397>. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.bar.2016.10.001>
- Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 296-343. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410110000431>. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.003>
- Beyer, A., & Guttman, I. (2012). Voluntary Disclosure, Manipulation, and Real Effects. *Journal of Accounting Research*, 50(5), December, 1141-1177. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1475-679X.2012.00459.x>. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2012.00459.x>
- Beyhs, O., & Barth, D. (2011). Betriebswirtschaft - Integrated Reporting - Aktuelle Entwicklungen auf dem Weg zu einer integrierten Unternehmensberichterstattung. *Betrieb*, 64(51-52), 2857-2863. Disponível na plataforma <https://research.owlit.de/bibliothek>.
- Bhattacharya, N., Ecker, F., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2012). Direct and Mediated Associations among Earnings Quality, Information Asymmetry, and the Cost of Equity. *The Accounting Review*, 87(2), March, 449-482. Disponível em <https://www.aaajournals.org/doi/abs/10.2308/accr-10200>. DOI: <https://doi.org/10.2308/accr-10200>
- Blanco, B., Lara, J. M. G., & Tribo, J. A. (2015). Segment Disclosure and Cost of Capital. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(3-4), 367-411. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/jbfa.12106>. DOI: <https://doi.org/10.1111/jbfa.12106>
- Boaventura, J. M. G., Cardoso, F. R., Silva, E. S., & Silva, R. S. (2009). Teoria dos Stakeholders e Teoria da Firma: um estudo sobre a hierarquização das funções-objetivo em empresas brasileiras. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 11(32), 289-307. Disponível em <https://www.redalyc.org/pdf/947/94712655005.pdf>.

- Boedker, C., Guthrie, J., & Binney, D. (2007). *Intangible Drivers of Organisational Productivity and Prosperity – International Trends and Developments in Extended Performance Management, Measurement and Reporting*. Department of Finance. Canberra, Australia: Society for Knowledge Economics.
- Boedker, C., Mouritsen, J., & Guthrie, J. (2008). Enhanced business reporting: international trends and possible policy directions. *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, 12(1), 14-25. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/14013380810872734/full/html>. DOI: 10.1108/14013380810872734
- Boesso, G., & Kumar, K. (2007). Drivers of corporate voluntary disclosure. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 20(2), 269-296. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/09513570710741028/full/html>. DOI: <https://doi.org/10.1108/09513570710741028>
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, 72(3), July, 323-349. Disponível em https://www.jstor.org/stable/248475?seq=1#page_scan_tab_contents.
- Botosan, C. A. (2006). Disclosure and the cost of capital: what do we know?. *Accounting and Business Research*, 36(sup1), 31-40. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00014788.2006.9730042>. DOI: 10.1080/00014788.2006.9730042
- 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), March, 21-40. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1475-679X.00037>. DOI: <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00037>
- Bozzolan, S., Favotto, F., & Ricceri, F. (2003). Italian annual intellectual capital disclosure: An empirical analysis. *Journal of Intellectual Capital*, 4(4), 543-558. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/14691930310504554/full/html>.
- Bradshaw, M. T. (2004). How Do Analysts Use Their Earnings Forecasts in Generating Stock Recommendations?. *The Accounting Review*, 79(1), January, 25-50. Disponível em <https://www.aaajournals.org/doi/abs/10.2308/accr.2004.79.1.25>. DOI: <https://doi.org/10.2308/accr.2004.79.1.25>
- Branco, M. C., & Rodrigues, L. L. (2008). Factors Influencing Social Responsibility Disclosure by Portuguese Companies. *Journal of Business Ethics*, 83(4), 685-701. Disponível em <https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-007-9658-z>.
- Brown, S., & Hillegeist, S. A. (2007). How disclosure quality affects the level of information asymmetry. *Review of Accounting Studies*, 12(2-3), September, 443-477. Disponível em <https://link.springer.com/article/10.1007/s11142-007-9032-5>.
- Buzby, S. L. (1975). Company Size, Listed Versus Unlisted Stocks, and the Extent of Financial Disclosure. *Journal of Accounting Research*, 13(1), Spring, 16-37. Disponível em https://www.jstor.org/stable/2490647?seq=1#page_scan_tab_contents. DOI: 10.2307/2490647

- Calvo, L. C. (2004). Información Financiera Y Gobierno De La Empresa. *Revista de Contabilidad – Spanish Accounting Review*, 7(13), julio-diciembre, 19-74. Disponível em <https://revistas.um.es/rcsar/article/view/387261>.
- Camfferman, K. & Cooke, T. E. (2002). An Analysis of Disclosure in the Annual Reports of U.K. and Dutch Companies. *Journal of International Accounting Research*, 1(1), 3-30. Disponível em <https://www.aaajournals.org/doi/abs/10.2308/jiar.2002.1.1.3>. DOI: <https://doi.org/10.2308/jiar.2002.1.1.3>
- Cazavan-Jeny, A., & Jeanjean, T. (2006). The negative impact of R&D capitalization: A value relevance approach. *European Accounting Review*, 15(1), 37-61. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/09638180500510384>. DOI: 10.1080/09638180500510384
- Cerbioni, F., & Parbonetti, A. (2007). Exploring the Effects of Corporate Governance on Intellectual Capital Disclosure: An Analysis of European Biotechnology Companies. *European Accounting Review*, 16(4), 791-826. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/09638180701707011>. DOI: <https://doi.org/10.1080/09638180701707011>
- Chalmers, K., & Godfrey, J. M. (2004). Reputation costs: the impetus for voluntary derivative financial instrument reporting. *Accounting, Organizations and Society*, 29(2), February, 95-125. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S036136820200034X>. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0361-3682\(02\)00034-X](https://doi.org/10.1016/S0361-3682(02)00034-X)
- Chaves, C., Maciel, E., Guimarães, P., & Ribeiro, J. C. (2000). *Instrumentos Estatísticos de Apoio à Economia – Conceitos básicos*. Editora McGraw-Hill.
- Chen, S., DeFond, M. L., & Park, C. W. (2002). Voluntary disclosure of balance sheet information in quarterly earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 33, 229–251. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410102000435>. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(02\)00043-5](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(02)00043-5)
- Cheng, M., Green, W., Conradie, P., Konishi, N., & Romi, A. (2014). The International Integrated Reporting Framework: Key Issues and Future Research Opportunities. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 25(1), February, 90-119. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/jifm.12015>. DOI: <https://doi.org/10.1111/jifm.12015>
- Cheung, YL., Jiang, P., & Tan, W. (2010). A transparency Disclosure Index measuring disclosures: Chinese listed companies. *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(3), June, 259-280. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0278425410000153>. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2010.02.001>
- Churet, C., & Eccles, R. G. (2014). Integrated Reporting, Quality of Management, and Financial Performance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(1), Winter, 56-64. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/jacf.12054>.
- Clarkson, M. E. (1995). A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance. *Academy of Management Review*, 20(1), 92-117. Disponível em <https://journals.aom.org/doi/abs/10.5465/AMR.1995.9503271994>. DOI: <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9503271994>

- Collins, D. W., Pincus, M., & Xie, H. (1999). Equity Valuation and Negative Earnings: The Role of Book Value of Equity. *The Accounting Review*, 74(1), 29-61. Disponível em <https://www.aaajournals.org/doi/abs/10.2308/accr.1999.74.1.29>. DOI: <https://doi.org/10.2308/accr.1999.74.1.29>
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 3rd Edition. John Wiley & Sons.
- Cordazzo, M. (2005). IC statement vs environmental and social reports. *Journal of Intellectual Capital*, 6(3), 441-464. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/14691930510611166/full/html>. DOI: <https://doi.org/10.1108/14691930510611166>
- Cormier, D., Ledoux, MJ., & Magnan, M. (2009). The use of Web sites as a disclosure platform for corporate performance. *International Journal of Accounting Information Systems*, 10(1), 1-24. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1467089508000560>. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.accinf.2008.04.002>
- Cormier, D., Ledoux, MJ., Magnan, M., & Aerts, W. (2010). Corporate governance and information asymmetry between managers and investors. *Corporate Governance*, 10(5), 574-589. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/14720701011085553/full/html>. DOI: <https://doi.org/10.1108/14720701011085553>
- Cormier, D., & Magnan, M. (2003). Environmental reporting management: a continental European perspective. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(1), January-February, 43-62. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0278425402000856>. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(02\)00085-6](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(02)00085-6)
- Corporate Reporting Dialogue. (2019). Financial-and-non-financial-reporting-frameworks-share-common-founding-principles-of-transparency-and-accountability. Disponível em <https://corporatereportingdialogue.com/financial-and-non-financial-reporting-frameworks-share-common-founding-principles-of-transparency-and-accountability/>, acessado em setembro de 2019.
- Costa, A. S. A. (2018). O Impacto do Governo das Sociedades na Manipulação de Resultados em Portugal. Dissertação Mestrado em Controlo de Gestão. Escola Superior de Tecnologia e Gestão. Instituto Politécnico de Leiria. Leiria. Disponível em https://iconline.ipleiria.pt/bitstream/10400.8/3664/1/Disserta%C3%A7%C3%A3o_Alexandra%20Costa_2160050.pdf.
- Debreceny, R., & Rahman, A. (2005). Firm-specific determinants of continuous corporate disclosures. *The International Journal of Accounting*, 40(3), 249-278. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0020706305000543>. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2005.06.002>
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review: Supplement 2002*, 77(s-1), 35-59. Disponível em <https://www.aaajournals.org/doi/abs/10.2308/accr.2002.77.s-1.35>. DOI: <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.s-1.35>

- Depoers, F. (2000). A cost-benefit study of voluntary disclosure: some empirical evidence from French listed companies. *European Accounting Review*, 9(2), 245-263. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/09638180050129891>. DOI: 10.1080/09638180050129891
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *The Accounting Review*, 86(1), January, 59-100. Disponível em <https://www.aaajournals.org/doi/abs/10.2308/accr.00000005>. DOI: <https://doi.org/10.2308/accr.00000005>
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, 46(4), 1325-1359. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04620.x>. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04620.x>
- Dias, J. J. P. (2015). Uma aplicação da Lei de Thirlwall à economia portuguesa: análise por setores. Trabalho de Projeto Mestrado em Economia. Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra. Coimbra. Disponível em https://estudogeral.uc.pt/bitstream/10316/29698/1/Trabalho%20de%20Projeto-%20Jeanete%20Dias_2015.pdf.
- Dietrich, J. R., Kachelmeier, S. J., Kleinmuntz, D. N., & Linsmeier, T. J. (2001). Market Efficiency, Bounded Rationality, and Supplemental Business Reporting Disclosures. *Journal of Accounting Research*, 39(2), September, 243-268. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1475-679X.00011>. DOI: <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00011>
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65-91. Disponível em <https://journals.aom.org/doi/abs/10.5465/amr.1995.9503271992>. DOI: <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9503271992>
- Dumay, J., & Cai, L. (2014). A review and critique of content analysis as a methodology for inquiring into IC disclosure, *Journal of Intellectual Capital*, 15(2), 264-290. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JIC-01-2014-0010/full/html>. DOI: <https://doi.org/10.1108/JIC-01-2014-0010>
- Dumay, J., & Cai, L. (2015). Using content analysis as a research methodology for investigating intellectual capital disclosure. *Journal of Intellectual Capital*, 16(1), 121-155. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JIC-04-2014-0043/full/html>. DOI: <https://doi.org/10.1108/JIC-04-2014-0043>
- Dye, R. A. (1985). Disclosure of Nonproprietary Information. *Journal of Accounting Research*, 23(1), Spring, 123-145. Disponível em https://www.jstor.org/stable/pdf/2490910.pdf?seq=1#page_scan_tab_contents. DOI: 10.2307/2490910
- Dye, R. A. (2001). An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), December, 181-235. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410101000246>. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00024-6)

- Easton, P. D., & Monahan, S. J. (2005). An Evaluation of Accounting-Based Measures of Expected Returns. *The Accounting Review*, 80(2), April, 501-538. Disponível em <https://www.aaajournals.org/doi/abs/10.2308/accr.2005.80.2.501>. DOI: <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.2.501>
- Eccles, R. G., Herz, R. H., Keegan, E. M., & Phillips, D. M. H. (2001). *The Value Reporting: Moving Beyond the Earnings Game*. 1st Edition. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Eccles, R. G., Serafeim, G., & Krzus, M. P. (2011). Market Interest in Nonfinancial Information. *Journal of Applied Corporate Finance*, 23(4), Fall, 113-127. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1745-6622.2011.00357.x>. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2011.00357.x>.
- Edvinsson, L., & Malone, M. S. (1997). *Intellectual Capital: The Proven Way to Establish Your Company's Real Value by Measuring Its Hidden Brainpower*. London: Piatkus Book.
- Einhorn, E., & Ziv, A. (2012). Biased voluntary disclosure. *Review of Accounting Studies*, 17(2), June, 420-442. Disponível em <https://link.springer.com/article/10.1007/s11142-011-9177-0>. DOI: [10.1007/s11142-011-9177-0](https://doi.org/10.1007/s11142-011-9177-0)
- Eng, L. L., & Mak, Y. T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(4), July-August, 325-345. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0278425403000371>. DOI: [10.1016/S0278-4254\(03\)00037-1](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(03)00037-1)
- Euronext (2017). Regulamento do Euronext Access. Disponível em <https://www.fep.up.pt/servicos/sdi/netbolsa/2017/6-jun2017/Suplementos/pos201706193.pdf>.
- Euronext (2018). Regulamento dos mercados Euronext Growth, 29 de maio. Disponível em <https://www.fep.up.pt/servicos/sdi/netbolsa/2018/5-maio2018/Suplementos/pos201805282.pdf>.
- Faria, M. J. (2015a). Perspetivas sobre o Relato Integrado. *Revista TOC N.º 182, Ano XV, maio 2015*, 66-70. Disponível em <https://pt.calameo.com/read/0003249819b1d7fc8448b>.
- Faria, M. J. S. (2015b). *Responsabilidade Social Empresarial – Relato e análise económica e financeira*. Porto: Vida Económica.
- FASB (2001). *Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures, Steering Committee Report*. Business Reporting Research Project, January, Norwalk. Disponível em <https://www.fasb.org/brrp/brrp1.pdf>.
- Fernandes, C., Peguinho, C., Vieira, E., & Neiva, J. (2015). *Análise Financeira – Casos Práticos*. 1.ª Edição. Lisboa: Edições Sílabo.
- Fernandes, P. F. M. (2007). *O Impacto da Entrada em Vigor das IFRS na Gestão de Resultados: A Experiência Ibérica*. Tese de Mestrado Ciências Empresariais - Finanças. Faculdade de Economia da Universidade do Porto. Porto. Disponível em <https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/7381/2/O%20Impacto%20das%20IFRS%20na%20Ge%20sto%20de%20Resultados.pdf>.

- Ferreira, A. L. P. (2008). A Divulgação de Informação sobre Capital Intelectual em Portugal – Uma análise exploratória. Tese de Mestrado em Contabilidade. Faculdade de Economia da Universidade do Porto. Porto. Disponível em <https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/7481/2/A%20divulgao%20de%20Informao%20sobre%20Capital%20Intelectual%20em%20Portugal%20%20Uma%20anlise%20exploratoria.pdf>.
- Firth, M. (1979). The Impact of Size, Stock Market Listing, and Auditors on Voluntary Disclosure in Corporate Annual Reports. *Accounting and Business Research*, 9(36), 273-280. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/pdf/10.1080/00014788.1979.9729168?needAccess=true>. DOI: <https://doi.org/10.1080/00014788.1979.9729168>
- Fischer, T. M., & Klöpfer, E. (2006). Entwicklung und Perspektiven des Value Reporting. *Controlling & Management*, 50(9), November, 4-15. Disponível em <https://link.springer.com/article/10.1365/s12176-006-0610-3>.
- Flower, J. (2015). The International Integrated Reporting Council: A story of failure. *Critical Perspectives on Accounting*, 27, March, 1-17. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1045235414000744>. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2014.07.002>
- Francis, J., Nanda, D., & Olsson, P. (2008). Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital. *Journal of Accounting Research*, 46(1), March, 53-99. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1475-679X.2008.00267.x>. DOI: 10.1111/j.1475-679X.2008.00267.x.
- Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have Financial Statements Lost Their Relevance?. *Journal of Accounting Research*, 37(2), Autumn, 319-352. Disponível em https://www.jstor.org/stable/2491412?seq=1#page_scan_tab_contents. DOI: 10.2307/2491412
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: a stakeholder approach*. Boston: Pisman.
- Friedam, M. (1962). *Capitalism and Freedom*. University of Chicago.
- Fruhan Jr, W. E. (1988). Corporate Raiders: Head'em Off at Value Gap. *Harvard Business Review*, 66(4), July-August. Disponível em <https://hbr.org/1988/07/corporate-raiders-head-em-off-at-value-gap>.
- Galvão, R. M. M. (2017). Avaliação de Desempenho com Base na Criação de Valor: Value Drivers do EVA® – Estudo com Empresas Cotadas na Euronext Lisbon. Dissertação Mestrado em Contabilidade e Finanças. Escola Superior de Ciências Empresariais. Instituto Politécnico de Setúbal. Setúbal. Disponível em <https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/19644/1/Disserta%c3%a7%c3%a3o-150312007-RGalv%c3%a3o.pdf>.
- Gamerschlag, R. (2013). Value relevance of human capital information. *Journal of Intellectual Capital*, 14(2), 325-345. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/14691931311323913/full/html>. DOI: <https://doi.org/10.1108/14691931311323913>
- Gleason, C. A., Bruce Johnson, W., & Li, H. (2013). Valuation Model Use and the Price Target Performance of Sell-Side Equity Analysts. *Contemporary Accounting Research*, 30(1), Spring (March), 80-115. Disponível em

- <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1911-3846.2011.01142.x>. DOI: 10.1111/j.1911-3846.2011.01142.x
- Global Reporting Initiative (GRI). (2017). GRI-works-with-IIRC-and-leading-companies-to-eliminate-reporting-confusion. Disponível em <https://www.globalreporting.org/information/news-and-press-center/Pages/GRI-works-with-IIRC-and-leading-companies-to-eliminate-reporting-confusion.aspx>, acessado em agosto de 2019.
- Goebel, V. (2015). Is the literature on content analysis of intellectual capital reporting heading towards a dead end?. *Journal of Intellectual Capital*, 16(3), 681-699. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JIC-04-2014-0048/full/html>. DOI: <https://doi.org/10.1108/JIC-04-2014-0048>
- Góis, C. (2014). Financial Reporting Quality and Corporate Governance: The Portuguese Companies Evidence. Disponível em https://www.researchgate.net/profile/Cristina_Gois/publication/242623920_FINANCIAL_REPORTING_QUALITY_AND_CORPORATE_GOVERNANCE_THE_PORTUGUESE_COMPANIES_EVIDENCE/links/0f317533c3c32644ef000000.pdf.
- Grossman, S. J. (1981). The Informational Role of Warranties and Private Disclosure about Product Quality. *The Journal of Law and Economics*, 24(3), 461-483. Disponível em <https://www.journals.uchicago.edu/doi/abs/10.1086/466995?journalCode=jle>.
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1980). Disclosure Laws and Takeover Bids. *The Journal of Finance*, 35(2), May, 323-334. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.1980.tb02161.x>. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1980.tb02161.x>
- Guthrie, J., Petty, R., & Ricceri, F. (2007). *Intellectual capital reporting: Lessons from Hong Kong and Australia*. Edinburgh: The Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- Guthrie, J., Petty, R., Yongvanich, K., & Ricceri, F. (2004). Using content analysis as a research method to inquire into intellectual capital reporting. *Journal of Intellectual Capital*, 5(2), 282-293. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/14691930410533704/full/html>. DOI: <https://doi.org/10.1108/14691930410533704>
- Guthrie, J., Ricceri, F., & Dumay, J. (2012). Reflections and projections: A decade of Intellectual Capital Accounting Research. *The British Accounting Review*, 44(2), June, 68-82. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0890838912000200>. DOI: 10.1016/j.bar.2012.03.004
- Guttman, I., Kremer, I., & Skrzypacz, A. (2014). Not Only What but Also When: A Theory of Dynamic Voluntary Disclosure. *American Economic Review*, 104(8), August, 2400-2420. Disponível em <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.104.8.2400>. DOI: 10.1257/aer.104.8.2400
- Hail, L. (2002). The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms. *European Accounting Review*, 11(4), 741-773. Disponível

- em <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/0963818022000001109>. DOI: <https://doi.org/10.1080/0963818022000001109>
- Hail, L. (2003). The Relationship between Voluntary Annual Report Disclosures and Firm Characteristics in Switzerland. *Die Unternehmung*, 57(4), 273-290. Disponível em https://www.jstor.org/stable/24185037?seq=1#page_scan_tab_contents.
- Hail, L. (2011). Discussion of Consequences and Institutional Determinants of Unregulated Corporate Financial Statements: Evidence from Embedded Value Reporting. *Journal of Accounting Research*, 49(2), 573-594. Disponível em https://www.jstor.org/stable/20869881?seq=1#page_scan_tab_contents.
- Haller, A., & Dietrich, R. (2001). Intellectual Capital Bericht als Teil des Lageberichts. *Der Betrieb: DB*, 54(20), 1045-1052.
- Hassan, O., & Marston, C. (2010). Disclosure Measurement in the Empirical Accounting Literature: A Review Article. *Economics and Finance Working Paper Series, Working Paper N.º 10-18*. Brunel University West London – Department of Economics and Finance. Disponível em <https://bura.brunel.ac.uk/bitstream/2438/5047/1/1018%5b1%5d.pdf>.
- Hayn, S., & Matena, S. (2005). Prüfung des value reporting durch den abschlussprüfer. *Zeitschrift für Planung & Unternehmenssteuerung*, 16(4), December, 425-449. Disponível em <https://link.springer.com/article/10.1007/BF02741383>.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), April, 85-107. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0165410185900291>. DOI: [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90029-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90029-1)
- 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), Fall, 485-520. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1911-3846.1999.tb00592.x>. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1999.tb00592.x>
- 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), September, 405-440. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410101000180>. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Holthausen, R. W., Larcker, D. F., & Sloan, R. G. (1995). Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 19(1), February, 29-74. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/016541019400376G>. DOI: [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)00376-G](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)00376-G)
- Hope, OK. (2003). Disclosure Practices, Enforcement of Accounting Standards, and Analysts' Forecast Accuracy: An International Study. *Journal of Accounting Research*, 41(2), 235-272. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1475-679X.00102>. DOI: <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00102>

- Hossain, M., Perera, M. H. B., & Rahman, A. R. (1995). Voluntary Disclosure in the Annual Reports of New Zealand Companies. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 6(1), 69-87. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1467-646X.1995.tb00050.x>. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-646X.1995.tb00050.x>
- Imam, S., Barker, R., & Clubb, C. (2008). The Use of Valuation Models by UK Investment Analysts. *European Accounting Review*, 17(3), 503-535. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/09638180802016650>. DOI: 10.1080/09638180802016650
- Inchausti, B. G. (1997). The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms. *European Accounting Review*, 6(1), 45-68. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/096381897336863>. DOI: 10.1080/096381897336863
- International Integrated Reporting Council (IIRC). (2013). A Estrutura Internacional para Relato Integrado (INTEGRATED REPORTING <IR>). Disponível em <http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/03/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-Portugese-final-1.pdf>.
- International Integrated Reporting Council (IIRC). (2018). Why-the-need-for-change. Disponível em <http://integratedreporting.org/why-the-need-for-change/>, acessado em agosto de 2018.
- International Integrated Reporting Council (IIRC). (2019). Corporate-reporting-dialogue. Disponível em <https://integratedreporting.org/corporate-reporting-dialogue/>, acessado em agosto de 2019.
- Jensen, M. C. (2005). Agency Costs of Overvalued Equity. *Financial Management*, 34(1), March, 5-19. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1755-053X.2005.tb00090.x>. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2005.tb00090.x>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), October, 305-360. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kang, H., & Gray, S. J. (2011a). The Content of Voluntary Intangible Asset Disclosures: Evidence from Emerging Market Companies. *Journal of International Accounting Research*, 10(1), Spring, 109-125. Disponível em <https://www.aaajournals.org/doi/abs/10.2308/jiar.2011.10.1.109>. DOI: <https://doi.org/10.2308/jiar.2011.10.1.109>
- Kang, H. H., & Gray, S. J. (2011b). Reporting intangible assets: Voluntary disclosure practices of top emerging market companies. *The International Journal of Accounting*, 46(4), December, 402-423. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0020706311000823>. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2011.09.007>
- Karamanou, I., & Nishiotis, G. P. (2009). Disclosure and the Cost of Capital: Evidence from the Market's Reaction to Firm Voluntary Adoption of IAS. *Journal of Business*

- Finance & Accounting*, 36(7-8), September/October, 793-821. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1468-5957.2009.02154.x>. DOI: 10.1111/j.1468-5957.2009.02154.x
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. *The Accounting Review*, 91(6), November, 1697-1724. Disponível em <https://www.aaajournals.org/doi/abs/10.2308/accr-51383>. DOI: <https://doi.org/10.2308/accr-51383>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. University Edition. 5th Edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Köthner, R. (2005). Value reporting als neues rechnungslegungsinstrument - dargestellt am beispiel der DaimlerChrysler AG. *Zeitschrift für Planung & Unternehmenssteuerung*, 16(4), December, 407-423. Disponível em <https://link.springer.com/article/10.1007/BF02741382>.
- Kristandl, G., & Bontis, N. (2007). The impact of voluntary disclosure on cost of equity capital estimates in a temporal setting. *Journal of Intellectual Capital*, 8(4), 577-594. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/14691930710830765/full/html>. DOI: <https://doi.org/10.1108/14691930710830765>
- Laier, R. (2011). *Value Reporting - Analyse von Relevanz und Qualität der wertorientierten Berichterstattung von DAX-30 Unternehmen*. Wiesbaden: Springer-Verlag.
- Lakhal, F. (2005). Voluntary Earnings Disclosures and Corporate Governance: Evidence from France. *Review of Accounting and Finance*, 4(3), 64-85. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/eb043431/full/html>. DOI: <https://doi.org/10.1108/eb043431>
- Lang, M. (1991). Time-Varying Stock Price Response to Earnings Induced by Uncertainty about the Time-Series Process of Earnings. *Journal of Accounting Research*, 29(2), Autumn, 229-257. Disponível em https://www.jstor.org/stable/2491048?seq=1#page_scan_tab_contents. DOI: 10.2307/2491048
- Lang, M., & Lundholm, R. (1993). Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures. *Journal of Accounting Research*, 31(2), Autumn, 246-271. Disponível em https://www.jstor.org/stable/2491273?seq=1#page_scan_tab_contents. DOI: 10.2307/2491273
- Lang, M. H., & Lundholm, R. J. (2000). Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hying the Stock?. *Contemporary Accounting Research*, 17(4), 623-662. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1506/9N45-F0JX-AXVW-LBWJ>. DOI: <https://doi.org/10.1506/9N45-F0JX-AXVW-LBWJ>
- Larcker, D. F., & Rusticus, T. O. (2010). On the use of instrumental variables in accounting research. *Journal of Accounting and Economics*, 49(3), April, 186-205. Disponível em

- <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410109000718>. DOI: 10.1016/j.jacceco.2009.11.004
- Lee, KW., & Yeo, G. HH. (2016). The association between integrated reporting and firm valuation. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 47(4), November, 1221-1250. Disponível em <https://link.springer.com/article/10.1007/s11156-015-0536-y>. DOI: 10.1007/s11156-015-0536-y
- Leuz, C. (2004). Proprietary versus Nonproprietary Disclosures: Evidence from Germany. In Hopwood, A., Leuz, C., & Pfaff, D. (eds.), *The Economics and Politics of Accounting – International Perspectives on Research Trends, Policy, and Practice* (pp. 164-197). Oxford: Oxford University Press.
- Lev, B., & Zarowin, P. (1999). The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them. *Journal of Accounting Research*, 37(2), Autumn, 353-385. Disponível em https://www.jstor.org/stable/2491413?seq=1#page_scan_tab_contents. DOI: 10.2307/2491413
- Lopes, I. C. R. (2015). Divulgação de Informação Voluntária: Análise Empírica às Empresas do PSI-20. Dissertação Mestrado em Contabilidade e Análise Financeira. Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa. Instituto Politécnico de Lisboa. Lisboa. Disponível em <https://repositorio.ipl.pt/bitstream/10400.21/4552/1/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20Definitiva%20-%20Isabel%20Lopes.pdf>.
- Lundholm, R., & Van Winkle, M. (2006). Motives for disclosure and non-disclosure: a framework and review of the evidence. *Accounting and Business Research*, 36(sup1), 43-48. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00014788.2006.9730044>. DOI: 10.1080/00014788.2006.9730044
- McNichols, M. F. (2002). Discussion of the Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review: Supplement 2002*, 77(s-1), 61-69. Disponível em <https://www.aaajournals.org/doi/abs/10.2308/accr.2002.77.s-1.61>. DOI: <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.s-1.61>
- Meek, G. K., Roberts, C. B., & Gray, S. J. (1995). Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures By U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations. *Journal of International Business Studies*, 26(3), September, 555-572. Disponível em <https://link.springer.com/article/10.1057/palgrave.jibs.8490186>. DOI: <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490186>
- Melloni, G. (2015). Intellectual capital disclosure in integrated reporting: an impression management analysis. *Journal of Intellectual Capital*, 16(3), 661-680. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JIC-11-2014-0121/full/html>. DOI: <https://doi.org/10.1108/JIC-11-2014-0121>
- Milgrom, P. R. (1981). Good News and Bad News: Representation Theorems and Applications. *The Bell Journal of Economics*, 12(2), Autumn, 380-391. Disponível em https://www.jstor.org/stable/3003562?seq=1#page_scan_tab_contents. DOI: 10.2307/3003562
- Milgrom, P., & Roberts, J. (1986). Relying on the Information of Interested Parties. *The RAND Journal of Economics*, 17(1), Spring, 18-32. Disponível em

- https://www.jstor.org/stable/2555625?seq=1#page_scan_tab_contents. DOI: 10.2307/2555625
- Moraes, R. (1999). Análise de conteúdo. *Revista Educação*, 22(37), 7-32. Disponível em <http://pesquisaemeducacaoufrgs.pbworks.com/w/file/fetch/60815562/Analise%20de%20conte%C3%BAdo.pdf>.
- Moreira, J. (2009). O PEC e outros “sinais” fiscais: impacto sobre a manipulação dos resultados: um estudo para o caso de empresas portuguesas com prejuízos consecutivos. *Jornal de Contabilidade N.º 386, Ano XXXIII, maio 2009*, 155-169.
- Morris, R. D. (1987). Signalling, Agency Theory and Accounting Policy Choice. *Accounting and Business Research*, 18(69), 47-56. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00014788.1987.9729347>. DOI: <https://doi.org/10.1080/00014788.1987.9729347>
- Müller, M. (1998). Shareholder Value Reporting - ein Konzept wertorientierter Kapitalmarktinformation. In: Müller, M., & Leven, JF (eds.), *Shareholder Value Reporting* (pp. 123-154). Wien: Ueberreuter.
- Neto, J. (2008). Medidas-de-assimetria-e-de-achatamento. Disponível em <http://estatisticax.blogspot.com/2008/03/medidas-de-assimetria-e-de-achatamento.html>, acessado no dia 19 de agosto de 2019.
- Neves, M. E. & Quelhas, A. P. (2013). *Carteiras de Investimento – Gestão e Avaliação do Desempenho*. Coimbra: Almedina.
- Noll, D. J., & Weygandt, J. J. (1997). Business reporting: What comes next?. *Journal of Accountancy*, 183(2), 59-62. Disponível em <https://search.proquest.com/openview/6c4170686385e75e3765d01f5f5b8826/1?pq-origsite=gscholar&cbl=41065>.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- Ohlson, J. A. (2001). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation: An Empirical Perspective. *Contemporary Accounting Research*, 18(1), Spring, 107-120. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1506/7TPJ-RXQN-TQC7-FFAE>. DOI: <https://doi.org/10.1506/7TPJ-RXQN-TQC7-FFAE>
- Orens, R., Aerts, W., & Lybaert, N. (2009). Intellectual capital disclosure, cost of finance and firm value. *Management Decision*, 47(10), 1536-1554. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/00251740911004673/full/html>. DOI: <https://doi.org/10.1108/00251740911004673>
- Pellens, B., Hillebrandt, F., & Tomaszewski, C. (2000). Value Reporting - Eine empirische Analyse der DAX-Unternehmen. In Wagenhofer, A., & Hrebicek, G. (eds.), *Wertorientiertes Management* (pp. 177-207). Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag.
- Penman, S. H. (2012). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 5th Edition. McGraw-Hill Education.
- Pereira, D. A. C. (2016). Relato Integrado: Utopia ou Realidade. Dissertação Mestrado em Contabilidade e Finanças. Escola Superior de Ciências Empresariais. Instituto

- Politécnico de Setúbal. Setúbal. Disponível em <https://comun.rcaap.pt/bitstream/10400.26/14349/1/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20de%20Mestrado-%20Daniela%20Pereira.pdf>.
- Pesquex, Y., & Damak-Ayadi, S. (2005). Stakeholder theory in perspective. *Corporate Governance*, 5(2), 5-21. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/14720700510562622/full/html>. DOI: <https://doi.org/10.1108/14720700510562622>
- Pestana, M. H., & Gageiro, J. N. (1998). *Análise de Dados para Ciências Sociais – A Complementariedade do SPSS*. 1.ª Edição. Lisboa: Edições Sílabo.
- Pestana, M. H., & Gageiro, J. N. (2005). *DESCOBRINDO A REGRESSÃO Com a Complementariedade do SPSS*. 1.ª Edição. Edições Sílabo.
- Plumlee, M. A. (2016). Discussion of “The Effect of Information on Uncertainty and the Cost of Capital”. *Contemporary Accounting Research*, 33(2), Summer, 775-782. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/1911-3846.12223>. DOI: 10.1111/1911-3846.12223
- Portal Action. (2019). Curtose. Disponível em <http://www.portalaction.com.br/estatistica-basica/26-curtose>, acessado no dia 19 de agosto de 2019.
- Post, J. E., Preston, L. E., & Sachs, S. (2002). Managing the Extended Enterprise: The New Stakeholder View. *California Management Review*, 45(1), 6-28. Disponível em <https://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.2307/41166151>.
- Prencipe, A. (2004). Proprietary costs and determinants of voluntary segment disclosure: evidence from Italian listed companies. *European Accounting Review*, 13(2), 319-340. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/0963818042000204742>. DOI: 10.1080/0963818042000204742
- Raffournier, B. (1995). The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies. *European Accounting Review*, 4(2), 261-280. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/09638189500000016>. DOI: <https://doi.org/10.1080/09638189500000016>
- Ramin, K., & Lew, S. (2015). A model for integrated capital disclosure and performance reporting: separating objects from value. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(1-2), 27-47. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/20430795.2015.1042829>. DOI: 10.1080/20430795.2015.1042829
- Regulamento (CE) N.º 1126/2008 da Comissão de 3 de Novembro de 2008. Regulamento que adopta determinadas normas internacionais de contabilidade nos termos do Regulamento (CE). Disponível em [http://www.cnc.min-financas.pt/pdf/IAS_IFRS_UE/REG_1126_2008_consol_a_01Jan2019\(reg1174\).pdf](http://www.cnc.min-financas.pt/pdf/IAS_IFRS_UE/REG_1126_2008_consol_a_01Jan2019(reg1174).pdf).
- Reis, S. A. V. R. (2012). Divulgação Voluntária de Informações pelas Empresas Cotadas na Euronext Lisboa: Uma Comparação Face à Proposta do FASB. Dissertação Mestrado em Contabilidade. ISCTE Business School. Instituto Universitário de

- Lisboa. Lisboa. Disponível em <https://repositorio.iscte-iul.pt/bitstream/10071/5470/1/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20v13.pdf>.
- Reitmaier, C. & Schultze, W. (2017). Enhanced Business Reporting: Value Relevance and Determinants of Valuation-Related Disclosures. University of Augsburg. *Journal of Intellectual Capital, Forthcoming*. 65 Páginas. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2966075.
- Riley Jr^a, R. A., Pearson, T. A., & Trompeter, G. (2003). The value relevance of non-financial performance variables and accounting information: the case of the airline industry. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(3), May-June, 231-254. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0278425403000218>. DOI: 10.1016/S0278-4254(03)00021-8
- Robb, S. W. G., Single, L. E., & Zarzeski, M. T. (2001). Nonfinancial disclosures across Anglo-American countries. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10(1), Spring, 71-83. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1061951801000362>. DOI: [https://doi.org/10.1016/S1061-9518\(01\)00036-2](https://doi.org/10.1016/S1061-9518(01)00036-2)
- Roberts, P. W., & Dowling, G. R. (2002). Corporate reputation and sustained superior financial performance. *Strategic Management Journal*, 23(12), 1077-1093. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/smj.274>. DOI: 10.1002/smj.274
- Rodrigue, M. (2014). Contrasting realities: corporate environmental disclosure and stakeholder-released information. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 27(1), 119-149. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/AAAJ-04-2013-1305/full/html>. DOI: <https://doi.org/10.1108/AAAJ-04-2013-1305>
- Ruhwedel, F., & Schultze, W. (2002). Value Reporting: Theoretische Konzeption und Umsetzung bei den DAX100-Unternehmen. *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 54(7), 602-632. Disponível em <https://link.springer.com/article/10.1007/BF03372689>.
- Scott, S. G., & Lane, V. R. (2000). A Stakeholder Approach to Organizational Identity. *Academy of Management Review*, 25(1), 43-62. Disponível em <https://journals.aom.org/doi/abs/10.5465/AMR.2000.2791602>. DOI: <https://doi.org/10.5465/amr.2000.2791602>
- Sen, S., & Bhattacharya, C. B. (2001). Does Doing Good Always Lead to Doing Better? Consumer Reactions to Corporate Social Responsibility. *Journal of Marketing Research*, 38(2), 225-243. Disponível em <https://journals.sagepub.com/doi/full/10.1509/jmkr.38.2.225.18838>. DOI: <https://doi.org/10.1509/jmkr.38.2.225.18838>
- Serafeim, G. (2011). Consequences and Institutional Determinants of Unregulated Corporate Financial Statements: Evidence from Embedded Value Reporting. *Journal of Accounting Research*, 49(2), May, 529-571. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1475-679X.2011.00401.x>. DOI: 10.1111/j.1475-679X.2011.00401.x

- SG (2002). “Arbeitskreis „Externe Unternehmensrechnung“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft eV: Grundsätze für das value reporting”. *Der Betrieb*, 55, 2337-2340. Disponível na plataforma https://www.wiso-net.de/document/MCDB__022337A.
- SG (2013), “Arbeitskreis „Externe Unternehmensrechnung“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft eV: Integrated Reporting – Herausforderungen für die Finanzberichterstattung”. *Betriebsberater*, 68, 875-882.
- Silva, M. F. M. A. (2014). O Relatório Integrado. Dissertação Mestrado em Gestão. Faculdade de Economia e Gestão da Universidade Católica Portuguesa. Disponível em <https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/19404/1/Tese%20MAS%20UCP%202014.pdf>.
- Simpson, A. (2008). Voluntary Disclosure of Advertising Expenditures. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 23(3), 403-436. Disponível em <https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/0148558X0802300306>. DOI: <https://doi.org/10.1177/0148558X0802300306>
- Skinner, D. J. (1994). Why Firms Voluntarily Disclose Bad News. *Journal of Accounting Research*, 32(1), Spring, 38-60. Disponível em https://www.jstor.org/stable/2491386?seq=1#page_scan_tab_contents. DOI: 10.2307/2491386
- Smith, H. J. (2003). The Shareholders vs. Stakeholders Debate. *MIT Sloan Management Review*, 44(4), 85-90. Disponível em <https://sloanreview.mit.edu/content/uploads/2003/07/b966946aae.pdf>.
- Sousa, A. S. N. (2017). Serão os impostos um incentivo à manipulação dos resultados? Estudo das empresas ibéricas. Dissertação Mestrado em Contabilidade e Fiscalidade Empresarial. Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra. Instituto Politécnico de Coimbra. Coimbra. Disponível em https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/20946/1/Andreia_Sousa.pdf.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), August, 355-374. Disponível em <https://academic.oup.com/qje/article-abstract/87/3/355/1909092>. DOI: <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Staubus, G. J. (2000). *The Decision-Usefulness Theory of Accounting – A Limited History*. 1st Edition. New York: Routledge.
- Stowe, J. D., Robinson, T. R., Pinto, J. E., & McLeavy, D. W. (2002). *Analysis of Equity Investments: Valuation*. 1st Edition. CFA Institute.
- Striukova, L., Unerman, J., & Guthrie, J. (2008). Corporate reporting of intellectual capital: Evidence from UK companies. *The British Accounting Review*, 40(4), December, 297-313. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0890838908000498>. DOI: 10.1016/j.bar.2008.06.001
- Thomson, I. (2015). ‘But does sustainability need capitalism or an integrated report’ a commentary on ‘The International Integrated Reporting Council: A story of failure’ by Flower, J. *Critical Perspectives on Accounting*, 27, March, 18-22. Disponível em

- <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1045235414000756>. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2014.07.003>
- Trueman, B. (1986). Why do managers voluntarily release earnings forecasts?. *Journal of Accounting and Economics*, 8(1), March, 53-71. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0165410186900108>. DOI: [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(86\)90010-8](https://doi.org/10.1016/0165-4101(86)90010-8)
- Uyar, A., & Kılıç, M. (2012). Value relevance of voluntary disclosure: evidence from Turkish firms. *Journal of Intellectual Capital*, 13(3), 363-376. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/14691931211248918/full/html>. DOI: <https://doi.org/10.1108/14691931211248918>
- Vafaei, A., Taylor, D., & Ahmed, K. (2011). The value relevance of intellectual capital disclosures. *Journal of Intellectual Capital*, 12(3), 407-429. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/14691931111154715/full/html>. DOI: <https://doi.org/10.1108/14691931111154715>
- Vanstraelen, A., Zarzeski, M. T., & Robb, S. W. G. (2003). Corporate Nonfinancial Disclosure Practices and Financial Analyst Forecast Ability Across Three European Countries. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 14(3), 249-278. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1467-646X.00098>. DOI: <https://doi.org/10.1111/1467-646X.00098>
- Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179-194. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0165410183900113>. DOI: [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(83\)90011-3](https://doi.org/10.1016/0165-4101(83)90011-3)
- Verrecchia, R. E. (1990). Information quality and discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 12(4), March, 365-380. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/016541019090021U>. DOI: [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(90\)90021-U](https://doi.org/10.1016/0165-4101(90)90021-U)
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), December, 97-180. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410101000258>. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)
- Wang, K., O, S., & Claiborne, M. C. (2008). Determinants and consequences of voluntary disclosure in an emerging market: Evidence from China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 17(1), 14-30. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1061951808000050>. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2008.01.001>
- Watson, A., Shrive, P., & Marston, C. (2002). VOLUNTARY DISCLOSURE OF ACCOUNTING RATIOS IN THE UK. *The British Accounting Review*, 34(4), December, 289-313. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0890838902902131>. DOI: <https://doi.org/10.1006/bare.2002.0213>
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). Positive Accounting Theory. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=928677.

- Welker, M. (1995). Disclosure Policy, Information Asymmetry, and Liquidity in Equity Markets. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), Spring, 801-827. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00467.x>. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00467.x>
- Wyatt, A. (2008). What financial and non-financial information on intangibles is value-relevant? A review of the evidence. *Accounting and Business Research*, 38(3), 217-256. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00014788.2008.9663336>. DOI: 10.1080/00014788.2008.9663336
- Zhao, R. (2002). Relative Value Relevance of R&D Reporting: An International Comparison. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 13(2), 153-174. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1467-646X.00082>. DOI: <https://doi.org/10.1111/1467-646X.00082>
- Zhou, S., Simnett, R., & Green, W. (2017). Does Integrated Reporting Matter to the Capital Market?. *Abacus*, 53(1), March, 94-132. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/abac.12104>. DOI: 10.1111/abac.12104

APÊNDICES

APÊNDICE 1 - EMPRESAS QUE CONTEMPLAM A AMOSTRA

#	Designação da Empresa	Código	PSI-20
1	ALTRI SGPS	ALTR	Sim
2	BENFICA	SLBEN	Não
3	COFINA,SGPS	CFN	Não
4	COMPTA	COMAE	Não
5	CORTICEIRA AMORIM	COR	Sim
6	CTT CORREIOS PORT	CTT	Sim
7	EDP	EDP	Sim
8	EDP RENOVAVEIS	EDPR	Sim
9	ESTORIL SOL N	ESON	Não
10	FUT.CLUBE PORTO	FCP	Não
11	GALP ENERGIA-NOM	GALP	Sim
12	GLINTT	GLINT	Não
13	IBERSOL,SGPS	IBS	Sim
14	IMOB.C GRAO PARA	GPA	Não
15	IMPRESA,SGPS	IPR	Não
16	INAPA-INV.P.GESTAO	INA	Não
17	J.MARTINS,SGPS	JMT	Sim
18	LISGRAFICA	LIG	Não
19	MARTIFER	MAR	Não
20	MEDIA CAPITAL	MCP	Não
21	MOTA ENGIL	EGL	Sim
22	NOS, SGPS	NOS	Sim
23	NOVABASE,SGPS	NBA	Não
24	OREY ANTUNES ESC.	ORE	Não
25	PHAROL	PHR	Sim
26	RAMADA	RAM	Sim
27	REDITUS,SGPS	RED	Não
28	REN	RENE	Sim
29	SAG GEST	SVA	Não
30	SEMAPA	SEM	Sim
31	SONAE	SON	Sim
32	SONAE IND.SGPS	SONI	Não
33	SONAECOM,SGPS	SNC	Não
34	SPORTING	SCP	Não
35	TEIXEIRA DUARTE	TDSA	Não
36	THE NAVIGATOR COMP	NVG	Sim
37	TOYOTA CAETANO	SCT	Não
38	VAA VISTA ALEGRE	VAF	Não

APÊNDICE 2 - EMPRESAS POR INDÚSTRIA (SEGUNDO O SISTEMA DE CLASSIFICAÇÃO ICB)

<i>Industry: BasicMaterials (4 Empresas)</i>				
#	Empresa	Supersector	Sector	Subsector
16	THE NAVIGATOR COMP	<i>Basic Resources</i>	<i>Forestry & Paper</i>	<i>Paper</i>
26	SEMAPA	<i>Basic Resources</i>	<i>Forestry & Paper</i>	<i>Paper</i>
30	RAMADA	<i>Basic Resources</i>	<i>Industrial Metals & Mining</i>	<i>Iron & Steel</i>
36	INAPA-INV.P.GESTAO	<i>Basic Resources</i>	<i>Forestry & Paper</i>	<i>Paper</i>

<i>Industry: Consumer Services (12 Empresas)</i>				
#	Empresa	Supersector	Sector	Subsector
2	BENFICA	<i>Travel & Leisure</i>	<i>Travel & Leisure</i>	<i>Recreational Services</i>
3	COFINA,SGPS	<i>Media</i>	<i>Media</i>	<i>Publishing</i>
9	ESTORIL SOL N	<i>Travel & Leisure</i>	<i>Travel & Leisure</i>	<i>Gambling</i>
10	FUT.CLUBE PORTO	<i>Travel & Leisure</i>	<i>Travel & Leisure</i>	<i>Recreational Services</i>
13	IBERSOL,SGPS	<i>Travel & Leisure</i>	<i>Travel & Leisure</i>	<i>Restaurants & Bars</i>
15	IMPRESA,SGPS	<i>Media</i>	<i>Media</i>	<i>Broadcasting & Entertainment</i>
17	J.MARTINS,SGPS	<i>Retail</i>	<i>Food & Drug Retailers</i>	<i>Food Retailers & Wholesalers</i>
20	MEDIA CAPITAL	<i>Media</i>	<i>Media</i>	<i>Broadcasting & Entertainment</i>
22	NOS, SGPS	<i>Media</i>	<i>Media</i>	<i>Broadcasting & Entertainment</i>
29	SAG GEST	<i>Retail</i>	<i>General Retailers</i>	<i>Specialty Retailers</i>
31	SONAE	<i>Retail</i>	<i>Food & Drug Retailers</i>	<i>Food Retailers & Wholesalers</i>
34	SPORTING	<i>Travel & Leisure</i>	<i>Travel & Leisure</i>	<i>Recreational Services</i>

<i>Industry: ConsumerGoods (2 Empresas)</i>				
#	Empresa	Supersector	Sector	Subsector
5	CORTICEIRA AMORIM	<i>Food & Beverage</i>	<i>Beverages</i>	<i>Distillers & Vintners</i>
38	VAA VISTA ALEGRE	<i>Personal & Household Goods</i>	<i>Household Goods & Home Construction</i>	<i>Durable Household Products</i>

*Relatório Empresarial Aprimorado: Análise dos Fatores
Determinantes Para a Criação de Valor*

<i>Industry: Industrials (10 Empresas)</i>				
<i>#</i>	<i>Empresa</i>	<i>Supersector</i>	<i>Sector</i>	<i>Subsector</i>
1	ALTRI SGPS	<i>Industrial Goods & Services</i>	<i>General Industrials</i>	<i>Diversified Industrials</i>
6	CTT CORREIOS PORT	<i>Industrial Goods & Services</i>	<i>Industrial Transportation</i>	<i>Delivery Services</i>
14	IMOB.C GRAO PARA	<i>Construction & Materials</i>	<i>Construction & Materials</i>	<i>Heavy Construction</i>
18	LISGRAFICA	<i>Industrial Goods & Services</i>	<i>Support Services</i>	<i>Business Support Services</i>
19	MARTIFER	<i>Industrial Goods & Services</i>	<i>General Industrials</i>	<i>Diversified Industrials</i>
21	MOTA ENGIL	<i>Construction & Materials</i>	<i>Construction & Materials</i>	<i>Heavy Construction</i>
24	OREY ANTUNES ESC.	<i>Industrial Goods & Services</i>	<i>Industrial Transportation</i>	<i>Marine Transportation</i>
32	SONAE IND.SGPS	<i>Construction & Materials</i>	<i>Construction & Materials</i>	<i>Building Materials & Fixtures</i>
35	TEIXEIRA DUARTE	<i>Construction & Materials</i>	<i>Construction & Materials</i>	<i>Heavy Construction</i>
37	TOYOTA CAETANO	<i>Industrial Goods & Services</i>	<i>Industrial Engineering</i>	<i>Commercial Vehicles & Trucks</i>

<i>Industry: Oil & Gas (1 Empresa)</i>				
<i>#</i>	<i>Empresa</i>	<i>Supersector</i>	<i>Sector</i>	<i>Subsector</i>
11	GALP ENERGIA-NOM	<i>Oil & Gas</i>	<i>Oil & Gas Producers</i>	<i>Integrated Oil & Gas</i>

<i>Industry: Technology (4 Empresas)</i>				
<i>#</i>	<i>Empresa</i>	<i>Supersector</i>	<i>Sector</i>	<i>Subsector</i>
4	COMPTA	<i>Technology</i>	<i>Software & Computer Services</i>	<i>Computer Services</i>
12	GLINTT	<i>Technology</i>	<i>Software & Computer Services</i>	<i>Computer Services</i>
23	NOVABASE,SGPS	<i>Technology</i>	<i>Software & Computer Services</i>	<i>Computer Services</i>
27	REDITUS,SGPS	<i>Technology</i>	<i>Software & Computer Services</i>	<i>Computer Services</i>

<i>Industry: Telecommunications (2 Empresas)</i>				
<i>#</i>	<i>Empresa</i>	<i>Supersector</i>	<i>Sector</i>	<i>Subsector</i>
25	PHAROL	<i>Telecommunications</i>	<i>Fixed Line Telecommunications</i>	<i>Fixed Line Telecommunications</i>
33	SONAECOM,SGPS	<i>Telecommunications</i>	<i>Mobile Telecommunications</i>	<i>Mobile Telecommunications</i>

<i>Industry: Utilities (3 Empresas)</i>				
<i>#</i>	<i>Empresa</i>	<i>Supersector</i>	<i>Sector</i>	<i>Subsector</i>
7	EDP	<i>Utilities</i>	<i>Electricity</i>	<i>Conventional Electricity</i>
8	EDP RENOVAVEIS	<i>Utilities</i>	<i>Electricity</i>	<i>Alternative Electricity</i>
28	REN	<i>Utilities</i>	<i>Electricity</i>	<i>Conventional Electricity</i>

APÊNDICE 3 - LISTA DAS DIVULGAÇÕES VOLUNTÁRIAS E PONTUAÇÃO MÁXIMA POSSÍVEL DE ALCANÇAR

Divulgações Voluntárias (Máximo 62 pontos)	
Ambiente (Máximo 8 pontos)	Energias renováveis (2 pontos)
	Prevenção da poluição (2 pontos)
	Reciclagem (2 pontos)
	Outras práticas ambientais (2 pontos)
Áreas de negócio (Máximo 14 pontos)	Principais áreas de negócio (2 pontos)
	Principais mercados (2 pontos)
	Qualidade do produto/serviço (2 pontos)
	Quota de mercado (2 pontos)
	Volume de negócios dos últimos anos (2 pontos)
	Inovação do produto/serviço (2 pontos)
	Outras informações acerca do produto/serviço (2 pontos)
Comunidade (Máximo 10 pontos)	Apoio à educação (2 pontos)
	Apoio à habitação (2 pontos)
	Donativos (2 pontos)
	Programas de voluntariado (2 pontos)
	Outros apoios à comunidade (2 pontos)
Empregados (Máximo 14 pontos)	Acidentes de trabalho (2 pontos)
	Benefícios dos trabalhadores (2 pontos)
	Emprego de pessoas com deficiência (2 pontos)
	Faixa etária dos empregados (2 pontos)
	Número de empregados (2 pontos)
	Promoções (2 pontos)
	Relações sindicais (2 pontos)
Previsões (Máximo 10 pontos)	Previsão do volume de negócios (2 pontos)
	Previsão do resultado líquido (2 pontos)
	Previsão dos investimentos (2 pontos)
	Previsão do comportamento das ações (2 pontos)
	Outras previsões (2 pontos)
Riscos (Máximo 6 pontos)	Riscos inerentes à atividade desenvolvida (2 pontos)
	Instrumentos de cobertura utilizados para mitigar o risco (2 pontos)
	Outras informações acerca do risco (2 pontos)

APÊNDICE 4 – OBSERVAÇÕES RELATIVAS AOS RELATÓRIOS ANALISADOS

Como observações, consideradas relevantes, relativas aos relatórios de 2013-2017, destacam-se as seguintes:

- ✓ Os Relatórios e Contas do grupo CTT encontram-se divididos em Relatórios de Gestão e Documentos de Prestação de Contas para os períodos 2015, 2016 e 2017;
- ✓ Para a análise completa da NovaBase, foi necessária a consulta de quatro Relatórios de Resultados Consolidados, para os períodos compreendidos entre 2014-2017;
- ✓ E que a Ramada apelida de Relatório do Conselho de Administração, o Relatório e Contas referente a 2013.

Em relação aos relatórios dos períodos de 2012 e 2018, seguem-se as seguintes observações adicionais e pressupostos adotados:

- ✓ Na EDP Renováveis o relatório de 2018 encontrava-se em inglês;
- ✓ O relatório disponível da GALP Energia referente a 2018 é o Relatório Integrado;
- ✓ No caso da Orey Antunes foi utilizado para 2018 os valores que se encontravam disponíveis num comunicado com os resultados dos primeiros nove meses de 2018, isto porque estava disponível na CMVM um comunicado feito pela empresa a informar que ainda não tinham conseguido concluir os trabalhos de elaboração dos documentos de prestação de contas relativas ao exercício de 2018;
- ✓ Na Ramada, apenas se encontrava disponível para 2012 um documento sobre a informação financeira anual, com apenas sete páginas, o que levou a que os dados necessários para o período de 2012 fossem recolhidos através do Relatório e Contas de 2013;
- ✓ Para o período de 2018 da Reditus foi utilizado o Relatório e Contas antes da apreciação em Assembleia Geral, porque era o único que se encontrava disponível;
- ✓ E no grupo SONAE foi analisado para o período correspondente a 2012, o relatório anual sobre as Demonstrações Financeiras, que se encontrava disponível no *website* oficial do grupo.

Nota: Foram considerados estes pressupostos, porque até à data da recolha destes relatórios (junho de 2019) não existia outra informação.

APÊNDICE 5 – DIVULGAÇÕES VOLUNTÁRIAS: PONTUAÇÃO MÉDIA POR ITEM

Divulgações voluntárias consideradas		2013	2014	2015	2016	2017
Ambiente	1 Energias renováveis	0,7105	0,6842	0,6579	0,6842	0,8684
	2 Prevenção da poluição	0,2368	0,2368	0,2632	0,1579	0,3158
	3 Reciclagem	0,7368	0,7632	0,6842	0,5789	1,0000
	4 Outras práticas ambientais	1,1579	1,1316	1,1316	1,1316	1,2632
Áreas de negócio	5 Principais áreas de negócios	1,3947	1,3421	1,4211	1,3684	1,3421
	6 Principais mercados	1,6842	1,6316	1,6842	1,6579	1,6579
	7 Qualidade do produto/serviço	1,3684	1,2632	1,3947	1,3947	1,4211
	8 Quota de mercado	0,8421	0,7895	0,8947	0,8421	0,8158
	9 Volume de negócios dos últimos anos	1,3158	1,2895	1,2895	1,3158	1,3421
	10 Inovação do produto/serviço	1,0789	1,0789	1,0789	1,1316	1,2368
11 Outras informações acerca do produto/serviço	1,8947	1,8947	1,8947	1,8947	1,8947	
Comunidade	12 Apoio à educação	1,5000	1,4211	1,3684	1,3947	1,5000
	13 Apoio à habitação	0,2368	0,1316	0,2368	0,0000	0,2105
	14 Donativos	0,8947	0,8947	1,0526	1,0000	1,1579
	15 Programas de voluntariado	0,5789	0,6053	0,7105	0,5789	0,6842
	16 Outros apoios à comunidade	1,0263	1,1053	1,1053	1,1053	1,3947
Empregados	17 Acidentes de trabalho	0,9474	0,9474	1,0263	0,8947	1,3158
	18 Benefícios dos trabalhadores	1,6053	1,6579	1,6842	1,6579	1,5526
	19 Emprego de pessoas com deficiência	0,2632	0,1316	0,2105	0,1842	0,2105
	20 Faixa etária dos empregados	0,5263	0,4474	0,5526	0,3684	0,9211
	21 Número de empregados	1,9474	1,8947	1,9211	1,7368	1,8947
	22 Promoções	0,5000	0,6053	0,6053	0,5526	0,7632
	23 Relações sindicais	0,5000	0,5000	0,5000	0,4474	0,6316
Previsões	24 Previsão do volume de negócios	0,6053	0,4737	0,4737	0,4211	0,2632
	25 Previsão do resultado líquido	0,3947	0,2895	0,3684	0,2895	0,2895
	26 Previsão dos investimentos	0,2895	0,3684	0,3421	0,2105	0,2105
	27 Previsão do comportamento das ações	0,1316	0,0789	0,0526	0,0263	0,0263
	28 Outras previsões	1,8421	1,8947	1,8947	1,9211	1,8947
Riscos	29 Riscos inerentes à atividade desenvolvida	1,8947	1,8947	1,8947	1,8947	1,9211
	30 Instrumentos de cobertura utilizados para mitigar o risco	1,5000	1,5000	1,5000	1,5000	1,5000
	31 Outras informações acerca do risco	1,9474	1,9474	1,9474	1,9211	1,9211

APÊNDICE 6 – PRESSUPOSTOS RELATIVOS À ANÁLISE DAS DIVULGAÇÕES VOLUNTÁRIAS

Derivado ao elevado grau de subjetividade que a pontuação sugere, foram desenvolvidos os seguintes pressupostos para tentar dizimar possíveis incertezas e incoerências:

- ✓ Na categoria “Ambiente”, no item que trata as energias renováveis, foi tido em atenção se havia referências às energias renováveis em toda a sua magnitude, tendo em conta a biomassa, a energia eólica, geotérmica, hídrica, solar, dos oceanos e hidrogénio;
- ✓ Ainda na categoria “Ambiente” no item que respeita à reciclagem, foi classificado com a pontuação de 1 ponto o desmantelamento e reciclagem dos veículos em fim de vida, prática evidenciada pela empresa Toyota Caetano;
- ✓ Na categoria “Áreas de Negócio”, no item respeitante ao volume de negócio dos últimos anos, foi pontuado com 1 ponto a evidência do volume de negócios do ano anterior, e com 2 pontos quando existia de outros anos;
- ✓ Na categoria “Comunidade” no item do apoio à educação, foram também tidas em conta as ações de formação;
- ✓ Também na categoria “Comunidade”, no item referente aos donativos, quando surge a informação ou rubrica evidenciada como donativos e quotizações e não é especificada, embora possa ter valor, foi pontuado com 1 ponto;
- ✓ E ainda na categoria “Comunidade”, quando se trata de avaliar os programas de voluntariado, foi tido em conta as ações desempenhadas quer pela empresa, quer pelos seus colaboradores, tendo sido pontuadas com 2 pontos as empresas que evidenciavam as horas de voluntariado prestadas pelos seus colaboradores;
- ✓ Na categoria “Empregados” foram realizadas algumas pesquisas por palavras específicas, por exemplo, para avaliar os acidentes de trabalho, foi efetuada uma pesquisa por acidente(s), ocorrência(s) e sinistro(s). Para o item que retrata o emprego de pessoas com deficiência foi pesquisado deficiência(s) e incapacidade(s). E para a faixa etária foram pesquisadas as palavras faixa(s), etária e idade(s);
- ✓ Ainda na categoria “Empregados”, para o item correspondente às promoções, foram tidas em conta as compensações por mérito;
- ✓ Por último na categoria “Empregados”, para avaliar as relações sindicais, não foram tidas em conta as relações com o sindicato bancário;

- ✓ Para a categoria “previsões” foi também elaborada uma pesquisa por palavras específicas, onde foi pesquisado previsão, previsões, próximo(s), perspectiva(s) e perspectiva(s);
- ✓ O último pressuposto diz respeito à categoria “Riscos” e corresponde ao item instrumentos de cobertura utilizados para mitigar o risco, onde foram assumidas como válidas as referências a instrumentos de cobertura, nível de cobertura, *hedging*⁸, contabilidade de cobertura, instrumentos financeiros derivados de cobertura de risco, *forwards*⁹ e instrumentos de cobertura de fluxos de caixa.

⁸ O *hedging* é um método de redução do risco de perdas causadas pela flutuação cambial, frequentemente utilizado como estratégia de cobertura.

⁹ O *forward* cambial permite garantir a taxa de câmbio dos pagamentos e recebimentos, deixando de haver preocupações com as variações da taxa de câmbio, o que permite reduzir ou eliminar o risco da taxa de câmbio.

APÊNDICE 7 – OBSERVAÇÕES RELATIVAS À ANÁLISE DA VARIÁVEL EQUAL

Para determinar a variável EQUAL, foi necessário proceder à análise extra de outro modelo, para o qual se destacam as seguintes observações:

- ✓ Como a Orey Antunes durante o período 2013-2016 não faz separação entre Ativo Corrente e Não Corrente, nem entre Passivo Corrente e Não Corrente, foi necessário proceder a essa mesma separação para obter os valores do CA e do CL, respetivamente;
- ✓ Para determinar a variação da dívida corrente (STDEBT), foram tidos em conta os valores das seguintes rubricas da Demonstração dos Fluxos de Caixa - Fluxos de Atividades de Financiamento: empréstimo/financiamentos obtidos e concedidos, recebimentos/pagamentos de dívida financeira, suprimentos e na parte dos pagamentos: amortizações (e juros) de contratos de locação financeira, contratos de locação financeira e rendas de locação financeira.

ANEXOS

ANEXO 1 – *EViews*: ESTATÍSTICA DESCRITIVA MODELO 1

Sample: 2013 2017

VBRSCORE	
Mean	31.59474
Median	31.00000
Maximum	51.00000
Minimum	11.00000
Std. Dev.	9.451014
Skewness	0.227741
Kurtosis	2.276314
Jarque-Bera Probability	5.788547 0.055339
Sum	6003.000
Sum Sq. Dev.	16881.79
Observations	190

	AGE	BIG4	COMP	EQUAL	FNEED	INT
Mean	18.39474	0.815789	0.173684	0.152692	1.814760	0.317487
Median	17.00000	1.000000	0.000000	0.109946	0.348049	0.112898
Maximum	45.00000	1.000000	1.000000	0.849687	129.9268	0.956000
Minimum	0.000000	0.000000	0.000000	0.014561	0.000000	0.000000
Std. Dev.	9.621238	0.388680	0.379839	0.147328	10.16159	0.344289
Skewness	0.731489	-1.629226	1.722721	2.998379	11.24360	0.497925
Kurtosis	3.374794	3.654378	3.967767	13.88895	137.3153	1.598716
Jarque-Bera Probability	18.05612 0.000120	87.44530 0.000000	101.3938 0.000000	1223.365 0.000000	146824.8 0.000000	23.39623 0.000008
Sum	3495.000	155.0000	33.00000	29.01150	344.8044	60.32251
Sum Sq. Dev.	17495.39	28.55263	27.26842	4.102367	19515.74	22.40304
Observations	190	190	190	190	190	190

	ISSUE	LEV	MB	PROF	SIZE	VOLA
Mean	0.031579	0.722057	4.572833	0.031178	20.32787	0.048988
Median	0.000000	0.699576	0.913641	0.080371	19.94277	0.026984
Maximum	1.000000	2.139522	393.6459	0.771541	24.50936	0.346195
Minimum	0.000000	0.027336	-3.011546	-6.539368	16.62511	0.009855
Std. Dev.	0.175338	0.298750	30.74582	0.614970	1.743883	0.056327
Skewness	5.357170	1.235239	11.37362	-7.932651	0.284809	2.818868
Kurtosis	29.69928	8.370842	139.4030	77.97523	2.642674	11.48836
Jarque-Bera Probability	6552.217 0.000000	276.6812 0.000000	151392.1 0.000000	46494.53 0.000000	3.579495 0.167002	822.0381 0.000000
Sum	6.000000	137.1909	868.8383	5.923749	3862.296	9.307695
Sum Sq. Dev.	5.810526	16.86859	178662.7	71.47764	574.7729	0.599641
Observations	190	190	190	190	190	190

ANEXO 2 – EVIEWS: ESTATÍSTICA DESCRITIVA MODELOS 2 E 3

Sample: 2013 2017

	MV	BV	E	VBRSCORE
Mean	3.192807	2.504428	0.148476	31.59474
Median	1.723000	1.866792	0.150000	31.00000
Maximum	18.40000	15.09886	2.340000	51.00000
Minimum	0.008700	-3.061769	-2.950000	11.00000
Std. Dev.	3.968698	2.902545	0.551592	9.451014
Skewness	1.706460	1.718161	-1.158435	0.227741
Kurtosis	5.263925	6.921461	13.08876	2.276314
Jarque-Bera Probability	132.7892 0.000000	215.2238 0.000000	848.2792 0.000000	5.788547 0.055339
Sum	606.6333	475.8412	28.21046	6003.000
Sum Sq. Dev.	2976.857	1592.281	57.50405	16881.79
Observations	190	190	190	190

ANEXO 3 – *EViews*: ANÁLISE UNIVARIADA MODELO 1

Dependent Variable: VBRSCORE

Method: Panel Least Squares

Sample: 2013 2017

Periods included: 5

Cross-sections included: 38

Total panel (balanced) observations: 190

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	36.12377	1.438928	25.10465	0.0000
AGE	-0.246214	0.069355	-3.550040	0.0005
R-squared	0.062825	Mean dependent var		31.59474
Adjusted R-squared	0.057840	S.D. dependent var		9.451014
S.E. of regression	9.173622	Akaike info criterion		7.281012
Sum squared resid	15821.20	Schwarz criterion		7.315191
Log likelihood	-689.6961	Hannan-Quinn criter.		7.294857
F-statistic	12.60278	Durbin-Watson stat		0.235881
Prob(F-statistic)	0.000487			

Dependent Variable: VBRSCORE

Method: Panel Least Squares

Sample: 2013 2017

Periods included: 5

Cross-sections included: 38

Total panel (balanced) observations: 190

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	25.37143	1.520887	16.68200	0.0000
BIG4	7.628571	1.683867	4.530388	0.0000
R-squared	0.098427	Mean dependent var		31.59474
Adjusted R-squared	0.093631	S.D. dependent var		9.451014
S.E. of regression	8.997686	Akaike info criterion		7.242283
Sum squared resid	15220.17	Schwarz criterion		7.276462
Log likelihood	-686.0168	Hannan-Quinn criter.		7.256128
F-statistic	20.52442	Durbin-Watson stat		0.243618
Prob(F-statistic)	0.000010			

*Relatório Empresarial Aprimorado: Análise dos Fatores
Determinantes Para a Criação de Valor*

Dependent Variable: VBRSCORE

Method: Panel Least Squares

Sample: 2013 2017

Periods included: 5

Cross-sections included: 38

Total panel (balanced) observations: 190

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	31.92357	0.754084	42.33424	0.0000
COMP	-1.893264	1.809420	-1.046337	0.2967
R-squared	0.005790	Mean dependent var		31.59474
Adjusted R-squared	0.000501	S.D. dependent var		9.451014
S.E. of regression	9.448644	Akaike info criterion		7.340090
Sum squared resid	16784.05	Schwarz criterion		7.374269
Log likelihood	-695.3086	Hannan-Quinn criter.		7.353936
F-statistic	1.094821	Durbin-Watson stat		0.216499
Prob(F-statistic)	0.296749			

Dependent Variable: VBRSCORE

Method: Panel Least Squares

Sample: 2013 2017

Periods included: 5

Cross-sections included: 38

Total panel (balanced) observations: 190

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	36.62538	0.850693	43.05359	0.0000
EQUAL	-32.94630	4.014387	-8.207057	0.0000
R-squared	0.263772	Mean dependent var		31.59474
Adjusted R-squared	0.259856	S.D. dependent var		9.451014
S.E. of regression	8.130860	Akaike info criterion		7.039681
Sum squared resid	12428.85	Schwarz criterion		7.073860
Log likelihood	-666.7697	Hannan-Quinn criter.		7.053526
F-statistic	67.35578	Durbin-Watson stat		0.295849
Prob(F-statistic)	0.000000			

*Relatório Empresarial Aprimorado: Análise dos Fatores
Determinantes Para a Criação de Valor*

Dependent Variable: VBRSCORE

Method: Panel Least Squares

Sample: 2013 2017

Periods included: 5

Cross-sections included: 38

Total panel (balanced) observations: 190

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	31.73829	0.695873	45.60928	0.0000
FNEED	-0.079103	0.067587	-1.170392	0.2433
R-squared	0.007234	Mean dependent var		31.59474
Adjusted R-squared	0.001953	S.D. dependent var		9.451014
S.E. of regression	9.441781	Akaike info criterion		7.338637
Sum squared resid	16759.68	Schwarz criterion		7.372816
Log likelihood	-695.1705	Hannan-Quinn criter.		7.352482
F-statistic	1.369819	Durbin-Watson stat		0.235867
Prob(F-statistic)	0.243325			

Dependent Variable: VBRSCORE

Method: Panel Least Squares

Sample: 2013 2017

Periods included: 5

Cross-sections included: 38

Total panel (balanced) observations: 190

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	28.47381	0.874198	32.57135	0.0000
INT	9.830095	1.869291	5.258730	0.0000
R-squared	0.128234	Mean dependent var		31.59474
Adjusted R-squared	0.123597	S.D. dependent var		9.451014
S.E. of regression	8.847698	Akaike info criterion		7.208662
Sum squared resid	14716.97	Schwarz criterion		7.242841
Log likelihood	-682.8229	Hannan-Quinn criter.		7.222508
F-statistic	27.65424	Durbin-Watson stat		0.257531
Prob(F-statistic)	0.000000			

*Relatório Empresarial Aprimorado: Análise dos Fatores
Determinantes Para a Criação de Valor*

Dependent Variable: VBRSCORE

Method: Panel Least Squares

Sample: 2013 2017

Periods included: 5

Cross-sections included: 38

Total panel (balanced) observations: 190

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	31.53261	0.698123	45.16769	0.0000
ISSUE	1.967391	3.928558	0.500792	0.6171
R-squared	0.001332	Mean dependent var		31.59474
Adjusted R-squared	-0.003980	S.D. dependent var		9.451014
S.E. of regression	9.469802	Akaike info criterion		7.344564
Sum squared resid	16859.30	Schwarz criterion		7.378743
Log likelihood	-695.7335	Hannan-Quinn criter.		7.358409
F-statistic	0.250793	Durbin-Watson stat		0.213418
Prob(F-statistic)	0.617103			

Dependent Variable: VBRSCORE

Method: Panel Least Squares

Sample: 2013 2017

Periods included: 5

Cross-sections included: 38

Total panel (balanced) observations: 190

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	34.83807	1.783966	19.52844	0.0000
LEV	-4.491788	2.283855	-1.966757	0.0507
R-squared	0.020160	Mean dependent var		31.59474
Adjusted R-squared	0.014948	S.D. dependent var		9.451014
S.E. of regression	9.380109	Akaike info criterion		7.325530
Sum squared resid	16541.45	Schwarz criterion		7.359710
Log likelihood	-693.9254	Hannan-Quinn criter.		7.339376
F-statistic	3.868133	Durbin-Watson stat		0.239617
Prob(F-statistic)	0.050683			

*Relatório Empresarial Aprimorado: Análise dos Fatores
Determinantes Para a Criação de Valor*

Dependent Variable: VBRSCORE

Method: Panel Least Squares

Sample: 2013 2017

Periods included: 5

Cross-sections included: 38

Total panel (balanced) observations: 190

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	31.46225	0.691977	45.46717	0.0000
MB	0.028973	0.022319	1.298136	0.1958
R-squared	0.008884	Mean dependent var		31.59474
Adjusted R-squared	0.003612	S.D. dependent var		9.451014
S.E. of regression	9.433930	Akaike info criterion		7.336973
Sum squared resid	16731.82	Schwarz criterion		7.371152
Log likelihood	-695.0124	Hannan-Quinn criter.		7.350819
F-statistic	1.685158	Durbin-Watson stat		0.231913
Prob(F-statistic)	0.195831			

Dependent Variable: VBRSCORE

Method: Panel Least Squares

Sample: 2013 2017

Periods included: 5

Cross-sections included: 38

Total panel (balanced) observations: 190

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	31.45816	0.659800	47.67829	0.0000
PROF	4.380624	1.074345	4.077482	0.0001
R-squared	0.081250	Mean dependent var		31.59474
Adjusted R-squared	0.076363	S.D. dependent var		9.451014
S.E. of regression	9.082994	Akaike info criterion		7.261155
Sum squared resid	15510.15	Schwarz criterion		7.295335
Log likelihood	-687.8098	Hannan-Quinn criter.		7.275001
F-statistic	16.62586	Durbin-Watson stat		0.323176
Prob(F-statistic)	0.000067			

*Relatório Empresarial Aprimorado: Análise dos Fatores
Determinantes Para a Criação de Valor*

Dependent Variable: VBRSCORE

Method: Panel Least Squares

Sample: 2013 2017

Periods included: 5

Cross-sections included: 38

Total panel (balanced) observations: 190

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-53.14375	5.153251	-10.31266	0.0000
SIZE	4.168586	0.252584	16.50378	0.0000
R-squared	0.591637	Mean dependent var		31.59474
Adjusted R-squared	0.589465	S.D. dependent var		9.451014
S.E. of regression	6.055550	Akaike info criterion		6.450298
Sum squared resid	6893.902	Schwarz criterion		6.484477
Log likelihood	-610.7783	Hannan-Quinn criter.		6.464144
F-statistic	272.3746	Durbin-Watson stat		0.450629
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: VBRSCORE

Method: Panel Least Squares

Sample: 2013 2017

Periods included: 5

Cross-sections included: 38

Total panel (balanced) observations: 190

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	34.65059	0.846755	40.92164	0.0000
VOLA	-62.37986	11.36014	-5.491115	0.0000
R-squared	0.138217	Mean dependent var		31.59474
Adjusted R-squared	0.133633	S.D. dependent var		9.451014
S.E. of regression	8.796894	Akaike info criterion		7.197145
Sum squared resid	14548.44	Schwarz criterion		7.231324
Log likelihood	-681.7288	Hannan-Quinn criter.		7.210991
F-statistic	30.15235	Durbin-Watson stat		0.401944
Prob(F-statistic)	0.000000			

ANEXO 4 – *EViews*: ANÁLISE MULTIVARIADA MODELO 1

Dependent Variable: VBRSCORE
 Method: Panel Least Squares
 Sample: 2013 2017
 Periods included: 5
 Cross-sections included: 38
 Total panel (balanced) observations: 190

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-48.48053	7.432172	-6.523063	0.0000
AGE	0.097910	0.054246	1.804906	0.0728
BIG4	1.246249	1.274778	0.977620	0.3296
COMP	-2.303803	1.146080	-2.010159	0.0459
EQUAL	-11.85666	4.179520	-2.836847	0.0051
FNEED	-0.070756	0.041185	-1.718030	0.0875
INT	0.307122	1.381956	0.222237	0.8244
ISSUE	-0.007930	2.399572	-0.003305	0.9974
LEV	4.494277	1.822940	2.465400	0.0146
MB	0.028790	0.015770	1.825619	0.0696
PROF	1.384654	0.778975	1.777533	0.0772
SIZE	3.749440	0.338092	11.08999	0.0000
VOLA	-2.833580	11.76027	-0.240945	0.8099
R-squared	0.656305	Mean dependent var		31.59474
Adjusted R-squared	0.633003	S.D. dependent var		9.451014
S.E. of regression	5.725449	Akaike info criterion		6.393687
Sum squared resid	5802.195	Schwarz criterion		6.615851
Log likelihood	-594.4002	Hannan-Quinn criter.		6.483682
F-statistic	28.16591	Durbin-Watson stat		0.622432
Prob(F-statistic)	0.000000			

ANEXO 5 – *EViews*: ESTIMAÇÃO MODELO 4

Dependent Variable: VBRSCORE
 Method: Panel Least Squares
 Sample: 2013 2017
 Periods included: 5
 Cross-sections included: 38
 Total panel (balanced) observations: 190

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-50.64820	7.658192	-6.613597	0.0000
AGE	0.098408	0.054411	1.808621	0.0722
BIG4	1.109026	1.276734	0.868643	0.3862
COMP	-2.250032	1.143449	-1.967760	0.0507
EQUAL	-11.92930	4.191363	-2.846162	0.0050
FNEED	-0.067747	0.041176	-1.645311	0.1017
INT	-0.001051	1.385134	-0.000759	0.9994
ISSUE	-0.434537	2.402028	-0.180904	0.8567
LEV	4.043980	1.953591	2.070024	0.0399
MB	0.025324	0.015894	1.593239	0.1129
PROF	0.880350	0.824047	1.068324	0.2868
SIZE	3.892378	0.361371	10.77114	0.0000
VOLA	0.960732	11.89974	0.080736	0.9357
BV	-0.244496	0.196308	-1.245469	0.2146
E	1.721300	0.918399	1.874240	0.0626

ANEXO 6 – EVIEWS: ESTIMAÇÃO MODELO 5

Dependent Variable: MV
 Method: Panel Least Squares
 Sample: 2013 2017
 Periods included: 5
 Cross-sections included: 38
 Total panel (balanced) observations: 190

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.716488	0.809190	-4.592851	0.0000
BV	0.668994	0.072711	9.200727	0.0000
E	1.502671	0.389049	3.862421	0.0002
VBRSCORE	0.158594	0.025413	6.240708	0.0000
RESID_VBRSCORE	-0.066923	0.042420	-1.577619	0.1164
R-squared	0.592559	Mean dependent var		3.192807
Adjusted R-squared	0.583749	S.D. dependent var		3.968698
S.E. of regression	2.560505	Akaike info criterion		4.744250
Sum squared resid	1212.895	Schwarz criterion		4.829698
Log likelihood	-445.7037	Hannan-Quinn criter.		4.778863
F-statistic	67.26327	Durbin-Watson stat		0.539799
Prob(F-statistic)	0.000000			

ANEXO 7 – EVIEWS: TESTE DE WALD

Wald Test:
Equation: EQ02

Test Statistic	Value	df	Probability
t-statistic	-1.577619	185	0.1164
F-statistic	2.488882	(1, 185)	0.1164
Chi-square	2.488882	1	0.1147

ANEXO 8 – *EViews*: ESTIMAÇÃO MODELO 3 VIA 2SLS

Dependent Variable: MV

Method: **Panel Two-Stage Least Squares**

Sample: 2013 2017

Periods included: 5

Cross-sections included: 38

Total panel (balanced) observations: 190

Instrument specification: C AGE BIG4 COMP EQUAL FNEED INT ISSUE

LEV MB PROF SIZE VOLA BV E

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.716488	0.815435	-4.557675	0.0000
BV	0.668994	0.073272	9.130260	0.0000
E	1.502671	0.392052	3.832839	0.0002
VBRSCORE	0.158594	0.025609	6.192911	0.0000
R-squared	0.584009	Mean dependent var		3.192807
Adjusted R-squared	0.577299	S.D. dependent var		3.968698
S.E. of regression	2.580267	Sum squared resid		1238.347
F-statistic	84.40438	Durbin-Watson stat		0.532369
Prob(F-statistic)	0.000000	Second-Stage SSR		1260.653
Instrument rank	15			

ANEXO 9 – *EViews*: ESTIMAÇÃO MODELO 3 VIA OLS

Dependent Variable: MV

Method: **Panel Least Squares**

Sample: 2013 2017

Periods included: 5

Cross-sections included: 38

Total panel (balanced) observations: 190

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.988234	0.667259	-4.478372	0.0000
BV	0.676602	0.072841	9.288785	0.0000
E	1.580378	0.387460	4.078814	0.0001
VBRSCORE	0.134576	0.020429	6.587463	0.0000
R-squared	0.587077	Mean dependent var		3.192807
Adjusted R-squared	0.580417	S.D. dependent var		3.968698
S.E. of regression	2.570733	Akaike info criterion		4.747087
Sum squared resid	1229.212	Schwarz criterion		4.815445
Log likelihood	-446.9733	Hannan-Quinn criter.		4.774778
F-statistic	88.14912	Durbin-Watson stat		0.541627
Prob(F-statistic)	0.000000			

ANEXO 10 – *EVIIEWS*: MODELO 2

Dependent Variable: MV
 Method: Panel Least Squares
 Sample: 2013 2017
 Periods included: 5
 Cross-sections included: 38
 Total panel (balanced) observations: 190

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.443733	0.425248	3.395040	0.0009
BV	0.667697	0.173186	3.855379	0.0002
E	0.517763	0.284332	1.820979	0.0707

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)
 Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.908391	Mean dependent var	3.192807
Adjusted R-squared	0.881410	S.D. dependent var	3.968698
S.E. of regression	1.366697	Akaike info criterion	3.662411
Sum squared resid	272.7077	Schwarz criterion	4.414354
Log likelihood	-303.9291	Hannan-Quinn criter.	3.967012
F-statistic	33.66802	Durbin-Watson stat	1.379726
Prob(F-statistic)	0.000000		

ANEXO 11 – *E*IEWS: MODELO 2 (DIVISÃO PELA MEDIANA)

Dependent Variable: MV
 Method: Panel Least Squares
 Sample: 2013 2017 **IF VBR>=31**
 Periods included: 5
 Cross-sections included: 25
 Total panel (unbalanced) observations: 99

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.074223	0.631036	1.702317	0.0933
BV	0.831081	0.200252	4.150175	0.0001
E	3.563725	0.754344	4.724268	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)
 Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.956353	Mean dependent var	4.479710
Adjusted R-squared	0.937098	S.D. dependent var	4.670203
S.E. of regression	1.171304	Akaike info criterion	3.404763
Sum squared resid	93.29281	Schwarz criterion	4.217376
Log likelihood	-137.5358	Hannan-Quinn criter.	3.733548
F-statistic	49.66558	Durbin-Watson stat	1.895781
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: MV
 Method: Panel Least Squares
 Sample: 2013 2017 **IF VBR<31**
 Periods included: 5
 Cross-sections included: 22
 Total panel (unbalanced) observations: 91

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.173268	0.514847	2.278867	0.0261
BV	0.317812	0.262341	1.211445	0.2302
E	0.185505	0.332260	0.558311	0.5786

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)
 Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.788120	Mean dependent var	1.792769
Adjusted R-squared	0.697314	S.D. dependent var	2.350113
S.E. of regression	1.292959	Akaike info criterion	3.599404
Sum squared resid	105.3198	Schwarz criterion	4.371976
Log likelihood	-135.7729	Hannan-Quinn criter.	3.911088
F-statistic	8.679187	Durbin-Watson stat	1.448465
Prob(F-statistic)	0.000000		