

**A DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO
SOBRE CAPITAL INTELECTUAL
EM PORTUGAL**

Uma Análise Exploratória

por

Ana Lúcia de Pinho Ferreira

Tese de Mestrado em Contabilidade

Orientada por

Manuel Castelo Branco

José António Cardoso Moreira

Faculdade de Economia

Universidade do Porto

2008

“É manifesto o entendimento comum sobre as insuficiências das abordagens tradicionais de gestão, monitorização e reporte de longo prazo. A perspectiva financeira não é suficiente para capturar e traduzir o valor do nosso negócio. Nesta óptica, necessitamos de ir para lá do reporte financeiro para relatar o nosso desempenho, em todas as dimensões mais importantes, até porque os problemas relevantes para a comunidade onde nos inserimos são demasiadamente grandes para serem analisados por um único ângulo.” (Relatório e Contas 2006 BES – Relatório Sustentabilidade, pág. 6)

Nota Biográfica do autor

Ana Lúcia de Pinho Ferreira nasceu na freguesia e concelho de Oliveira de Azeméis em 17 de Janeiro de 1981. Desde sempre residiu na Vila de Cucujães, concelho de Oliveira de Azeméis, onde iniciou o seu percurso escolar. No ano de 1999 ingressou no curso de Licenciatura em Economia da Faculdade de Economia do Porto, o qual concluiu em Setembro de 2004 com média final de 17 valores.

Após a conclusão da licenciatura, ingressou na empresa prestadora de serviços PricewaterhouseCoopers & Associados, SROC, Lda. como assistente de auditoria. Actualmente, desempenha funções de *senior associate* na mesma empresa.

No ano lectivo de 2005/2006, matriculou-se no curso de Mestrado em Contabilidade da Faculdade de Economia do Porto, cuja parte escolar terminou em 2007, com média de 17 valores.

Ganhou o 1º prémio do concurso restrito do Prémio de Contabilidade Luiz Chaves de Almeida – 2007, com o trabalho intitulado “A Opção por um Modelo de Normalização Contabilística”, em regime de co-autoria.

Agradecimentos

São várias as pessoas que apoiaram e colaboraram na realização desta dissertação, e às quais não podia deixar de expressar os meus sinceros agradecimentos.

Em primeiro lugar, expresso os meus agradecimentos aos meus orientadores, Professor Doutor Manuel Castelo Branco e Professor Doutor José António Cardoso Moreira, pela dedicação e disponibilidade que sempre mostraram, bem como pelas valiosas críticas e sugestões.

Gostava de expressar igualmente o meu agradecimento aos professores e colegas de mestrado, pelos contributos no momento da definição do tema da investigação.

Finalmente, gostava de agradecer a todos os amigos, familiares e em especial ao João, pela compreensão, paciência e apoio que sempre me transmitiram ao longo da realização deste trabalho.

É a todos eles que dedico este trabalho.

Resumo

As empresas da Era do Conhecimento enfrentam actualmente um novo desafio contabilístico. Se por um lado, os principais factores de criação de valor se concentram em recursos baseados no Conhecimento, por outro, estes não são considerados como activo contabilístico por não cumprirem com os critérios de reconhecimento.

Uma das respostas das organizações a este desafio passa pela divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual nas comunicações efectuadas aos *stakeholders*.

O objectivo desta dissertação é a identificação das tendências e dos factores explicativos do nível de divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual em Portugal. Pretende-se, ainda, efectuar uma comparação das tendências de divulgação apresentadas pelas empresas portuguesas com as práticas observadas noutros países.

Tendo por base um índice de divulgação, foi conduzida uma análise de conteúdo aos Relatórios e Contas das empresas portuguesas com acções admitidas à cotação à data de 31 de Dezembro de 2006, o qual revelou a existência de divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual. A informação divulgada abarca predominantemente os factores de natureza externa, mas existem igualmente divulgações relativas a Capital Humano e Capital Interno. Os resultados sugerem que os factores explicativos da divulgação em Portugal são a dimensão e o tipo de auditor. Contrariamente ao que seria esperado pelo Enquadramento do Custo–Benefício, a concentração da estrutura accionista, o endividamento, a rendibilidade, o nível de Capital Intelectual e a Indústria não se revelaram como factores explicativos. É ainda de destacar a aproximação dos resultados aos estudos realizados em outros países, especialmente no que concerne à natureza da informação divulgada e à importância da variável dimensão.

As conclusões retiradas devem ser interpretadas à luz das limitações que se reconhecem ao presente trabalho, particularmente, a reduzida dimensão da amostra, a subjectividade inerente à codificação e a utilização do Relatório e Contas como único documento de análise.

Índice Geral

1. Introdução	1
1.1. Enquadramento Geral	1
1.2. Objectivos e Motivações	4
1.3. Estrutura da Tese	4
2. Explicitação do Termo Capital Intelectual.....	7
2.1. A Definição do Capital Intelectual	8
2.2. A Mensuração do Capital Intelectual	10
3. Enquadramento Teórico	16
3.1. Teoria Positiva da Contabilidade	16
3.2. Teoria da Sinalização	18
3.3. Enquadramento Custo – Benefício	18
3.4. Perspectiva Baseada nos Recursos	20
3.5. Teoria da Legitimidade	20
3.6. Teoria dos Stakeholders	21
3.7. Perspectiva Político Económica da Contabilidade	22
4. Uma Revisão de Estudos Relevantes.....	23
4.1. Padrões da Divulgação	23
4.2. Factores Explicativos da Divulgação	25
4.2.1. Variáveis Estruturais.....	25
4.2.2. Variáveis de Mercado.....	27
4.2.3. Variáveis de Desempenho	28
4.3. Impactos da Divulgação	29
4.4. A Divulgação em Portugal.....	30
5. Desenvolvimento das Hipóteses de Estudo	33
5.1. Dimensão	33
5.2. Estrutura Accionista	34
5.3. Endividamento	34
5.4. Rentabilidade	35
5.5. Indústria	35
5.6. Tipo de Auditor	36
5.7. Nível de Capital Intelectual	37

6. Metodologia de Análise	40
6.1. Método de Pesquisa.....	40
6.1.1. O Índice de Divulgação.....	40
6.1.2. A Escolha dos Documentos a Analisar	47
6.1.3. Limitações da Análise de Conteúdo	49
6.2. Variáveis Explicativas.....	51
6.3. Definição da Amostra	53
7. Resultados e Discussão	56
7.1. Análise Descritiva	56
7.2. Análise Estatística	61
7.3. Discussão dos Resultados	64
7.3.1. Dimensão	64
7.3.2. Estrutura Accionista	65
7.3.3. Endividamento	67
7.3.4. Rentabilidade.....	68
7.3.5. Indústria	69
7.3.6. Tipo de Auditor.....	69
7.3.7. Nível de Capital Intelectual.....	70
7.4. Testes de Robustez.....	71
7.4.1. Impacto da Dimensão	71
7.4.2. Testes de Sensibilidade	74
7.5. Comparação Internacional.....	75
8. Conclusões, Limitações e Sugestões de Investigação Futura	78
9. Referências Bibliográficas.....	83
10. Anexos	91
10.1. Amostra	91

Índice de Tabelas

Tabela 1. Resumo das Hipóteses	39
Tabela 2. Lista de indicadores de Capital Intelectual	42
Tabela 3. Exemplos das subcategorias do índice de divulgação de informação sobre Capital Intelectual	46
Tabela 4. Definição operacional das variáveis explicativas	52
Tabela 5. Definição das Variáveis <i>dummy</i> da Indústria.....	53
Tabela 6. Derivação da amostra.....	54
Tabela 7. Classificação da amostra por indústrias, de acordo com o nível 1 do ICB.....	54
Tabela 8. Frequência e percentagem da divulgação por subcategoria.....	56
Tabela 9. Percentagem da divulgação por sector.....	58
Tabela 10. Índices de Divulgação nas empresas pertencentes ao PSI 20	59
Tabela 11. Estatísticas descritivas variáveis contínuas.....	60
Tabela 12. Estatísticas descritivas variáveis <i>dummy</i>	60
Tabela 13. Matriz de Correlações entre as variáveis do modelo	62
Tabela 14. Resultados da Regressão Linear Múltipla.....	63
Tabela 15. Comparação das Estatísticas Descritivas da variável Concentração da Estrutura Accionista em diferentes estudos	66
Tabela 16. Resultados da estimação do modelo $ID_i = c_1 + c_2X_i + c_3Ddim_i + c_4Ddim^*X_i + \varepsilon_i$ para cada uma das variáveis explicativas.	72
Tabela 17. Comparação de estudos em diferentes países	76

1. Introdução

1.1. Enquadramento Geral

Nos últimos anos, temos vindo a assistir a uma inversão da importância relativa dos factores de criação de valor no seio da empresa. As tradicionais vantagens competitivas que assentavam em maquinaria pesada de longa duração têm sido progressivamente substituídas por novas vantagens associadas a recursos baseados no conhecimento, tais como as patentes, o *know-how*, a experiência dos trabalhadores e as relações estratégicas estabelecidas com entidades externas à empresa. Esta alteração insere-se na criação da chamada Era do Conhecimento, a qual vem acompanhada por uma crescente globalização e internacionalização dos mercados, aumento da mobilidade física e financeira, aumento da concorrência e uma crescente importância das tecnologias de informação. Estas mudanças operadas nos mercados obrigam a que as empresas estejam em constante mutação por forma a manterem as suas posições competitivas, recorrendo a novas fontes de criação de valor, onde se incluem a investigação e desenvolvimento (I&D), a competência dos trabalhadores e a capacidade de atracção e retenção de parceiros de negócio.

Estes novos factores de criação de valor têm sido reconhecidos na literatura pelo nome de Capital Intelectual. De uma forma simplista, poderá definir-se Capital Intelectual como o conhecimento, a informação, a propriedade intelectual e a experiência que é utilizada nas empresas de forma a criar valor (García-Meca e Martínez, 2005). A sua principal característica é ser baseado no Conhecimento, assumindo assim uma natureza intangível que o diferencia dos recursos tradicionalmente reconhecidos pelas empresas.

A aposta das organizações em novos formatos de recursos conduz a que os seus *stakeholders*¹ acompanhem a mudança com novas exigências de informação. De forma a compreenderem o processo de criação de valor da empresa, passam a exigir informação que permita captar a evolução do Capital Intelectual e os seus efeitos no desempenho da empresa.

¹ - Foi decidido manter a expressão em inglês, dado o seu uso generalizado nos estudos de temática financeira e contabilística.

Alguns dos recursos do Capital Intelectual são reconhecidos como activos contabilísticos, sendo incorporados no Balanço e apresentados aos utilizadores da informação através das demonstrações financeiras publicadas nos Relatórios e Contas anuais. É o caso das Despesas de Investigação e Desenvolvimento, Trespases e Propriedade Industrial e Outros Direitos que, no Plano Oficial de Contas português (POC), são considerados como activos incorpóreos. Todavia, outros há que, por não satisfazerem a noção de activo ou os critérios de reconhecimento de activo contabilístico, apenas vêm relevado nas demonstrações financeiras o gasto associado com a sua aquisição e manutenção.

De acordo com a Estrutura Conceptual do *International Accounting Standards Board* (IASB), um activo é um recurso que cumpra cumulativamente as seguintes condições: seja controlado pela empresa, decorra de acontecimentos passados e do qual se espera que fluam para a empresa benefícios económicos futuros. Mas um activo é apenas reconhecido contabilisticamente quando for provável que os benefícios económicos futuros fluam para a entidade, seja possível aferir com fiabilidade o custo ou o seu valor e seja expectável que os benefícios ocorram para além do período contabilístico presente.

Desde logo se percebe que muitos dos recursos do Capital Intelectual não satisfazem um ou outro requisito da noção de activo ou de reconhecimento de activo. Veja-se por exemplo, o caso do Capital Humano, uma das reconhecidas componentes do Capital Intelectual como será visto nos próximos capítulos. As pessoas, com a sua experiência e conhecimentos adquiridos ao longo de uma carreira académica e profissional conduzem inevitavelmente a benefícios económicos futuros para a organização onde trabalham. A sua relação com a empresa deriva de um acontecimento passado, que é a celebração de um contrato de trabalho com a entidade patronal. Todavia, não é um recurso que seja controlado pela empresa porque a qualquer instante o trabalhador pode cessar o seu vínculo contratual e levar consigo todos os conhecimentos e experiência acumulada adquiridos ao serviço da empresa. Adicionalmente, torna-se difícil a mensuração fiável dos benefícios que lhe estão associados (Brás, 2007). Assim sendo, apesar do Capital Humano ser para muitas entidades o seu principal recurso, não satisfaz a noção

contabilística de activo, não podendo ser reconhecido como tal. Ao invés, apenas é reconhecido o gasto que a empresa suporta com as remunerações e formação dada aos colaboradores (Brás, 2007).

O não reconhecimento de alguns recursos do Capital Intelectual no Balanço da empresa conduz a dois problemas. Por um lado, o facto da Contabilidade não incorporar todos os activos da empresa leva a que ocorra um desfasamento entre o valor real e o valor contabilístico desta, o qual se torna mais visível nas empresas que concentram as suas vantagens competitivas em recursos intangíveis. Por outro lado, a informação que é apresentada tradicionalmente nas demonstrações financeiras não contém dados de natureza intelectual, pelo que não permite satisfazer as necessidades de informação dos seus *stakeholders*. Eccles *et al.* (2001) referem mesmo a existência de diversos estudos que indicam uma diferença substancial entre a informação disponibilizada pelas empresas e a informação que o mercado exige.

A identificação destes problemas tem levado diversos autores (Lev e Zarowin, 1999; Amir e Lev, 1996; Collins *et al.*, 1997; Francis e Schipper, 1999; Brown *et al.*, 1999; Ely e Waymire, 1999) a questionarem a relevância da Contabilidade e a constatarem uma perda do seu poder informativo ao longo das últimas décadas.

De forma a compensar estas limitações, as organizações começaram a divulgar voluntariamente informação sobre o Capital Intelectual, permitindo desta forma, que os utilizadores da informação financeira possam apreender a totalidade dos recursos da empresa e assim inferir o seu verdadeiro valor.

Esta constatação levou a que um pouco por todo o Mundo se comesçassem a desenvolver investigações sobre uma nova temática, a Divulgação de Informação sobre Capital Intelectual, a qual visa analisar a existência de padrões de divulgação, os possíveis factores explicativos e os efeitos potenciais decorrentes desta divulgação. Entre esses estudos destacam-se os de Guthrie e Petty (2000) na Austrália, Brennan (2001) na Irlanda, Bozzolan *et al.* (2003) na Itália, Goh e Lim (2004) na Malásia, García-Meca e

Martínez, (2005) em Espanha e Oliveira *et al.* (2006a) em Portugal, só para referir alguns.

1.2. Objectivos e Motivações

A presente investigação analisa a divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual em Portugal. Com este estudo, pretende-se identificar as tendências de divulgação apresentadas pelas empresas portuguesas tentando avaliar quais as componentes do Capital Intelectual mais reportadas e, como tal, potencialmente mais valorizadas. É também objectivo, a identificação dos factores que explicam o volume e a abrangência da divulgação efectuada. Finalmente, pretende-se analisar se as tendências de divulgação em Portugal se diferenciam das práticas realizadas noutros países.

O estudo destas questões é relevante, na medida em que os múltiplos estudos efectuados sobre a temática da divulgação de informação sobre Capital Intelectual não são consensuais, particularmente no que se refere aos factores explicativos da divulgação.

Constitui também motivação, o facto de existir ainda pouca investigação sobre esta temática em Portugal, sendo de destacar os estudos de Oliveira *et al.* (2006a) e Gomes *et al.* (2007), pelo que se torna importante a existência de novos contributos que permitam a confirmação dos resultados dos estudos já realizados bem como a introdução de novos factores na discussão destas questões.

Finalmente, o interesse pessoal pelas questões do Capital Intelectual tornou natural a opção de investigação orientada para esta área.

1.3. Estrutura da Tese

Para além do presente capítulo, esta investigação contempla mais nove capítulos. O capítulo seguinte trata do enquadramento do termo Capital Intelectual, o qual é feito com recurso à apresentação de diversas definições utilizadas por diferentes autores e pela indicação de possíveis medidas para a sua mensuração. São ainda referidas e

definidas as três categorias que compõem o Capital Intelectual, nomeadamente, o Capital Humano, o Capital Externo e o Capital Interno.

No terceiro capítulo é efectuado o enquadramento teórico à investigação, sendo apresentadas as teorias susceptíveis de justificar as motivações de empresas e gestores para divulgarem voluntariamente informação sobre Capital Intelectual.

A revisão de estudos relevantes sobre a temática do Capital Intelectual é efectuada no quarto capítulo. São apresentados estudos que identificam padrões de divulgação, factores explicativos e impactos da divulgação efectuada. É ainda efectuada uma incursão pelos estudos desta temática já realizados para a realidade portuguesa.

O quinto capítulo expõe as hipóteses que permitirão identificar os factores explicativos da divulgação de informação sobre Capital Intelectual em Portugal. As variáveis e a sua relação esperada com o nível de divulgação são definidas através da utilização do Enquadramento do Custo – Benefício.

No sexto capítulo é exposta a metodologia de análise. É efectuada a justificação da escolha do índice de divulgação como forma de mensurar a divulgação efectuada pelas empresas, determinando a unidade de análise, os documentos a analisar e o método de construção. São ainda apresentadas algumas limitações inerentes a este método de pesquisa. Neste capítulo são ainda apresentadas as definições operacionais das variáveis explicativas do modelo bem como identificada a amostra.

O sétimo capítulo trata dos resultados obtidos. São apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis e os resultados da análise estatística. É ainda efectuada a discussão dos resultados tendo por base o enquadramento teórico escolhido e as conclusões de estudos anteriores. Neste capítulo são também descritos os testes realizados para garantir a robustez dos resultados e efectuada uma comparação com estudos de diferentes países.

As conclusões são apresentadas no oitavo capítulo, através de uma síntese dos principais resultados. São ainda identificadas as limitações inerentes a esta investigação bem como sugestões de investigação futura.

O nono capítulo apresenta as referências bibliográficas e, finalmente, o décimo capítulo evidencia os anexos utilizados na dissertação.

2. Explicitação do Termo Capital Intelectual

A natureza multidisciplinar da pesquisa sobre Capital Intelectual tem produzido uma literatura fragmentada sem um enquadramento teórico coerente, de tal forma que não se conhece uma definição consensual de Capital Intelectual (Beattie e Thomson, 2007; Li *et al.*, 2006; Guthrie *et al.*, 2004). As várias definições existentes apenas parecem ser concordantes no que respeita à ideia de que os seus benefícios não se esgotam num só momento (Abeysekera, 2006), mas antes, contribuem durante vários períodos para o alcançar de vantagens competitivas sustentadas.

De acordo com Tseng e Goo (2005), as bases teóricas da investigação sobre Capital Intelectual assentam em duas correntes de pensamento: a corrente de mensuração e a corrente estratégica. A primeira tem o seu enfoque na criação de um novo mecanismo de divulgação de informação que permita que a informação não financeira, qualitativa e de natureza intelectual possa ser medida juntamente com os factores quantitativos tradicionalmente incluídos nas demonstrações financeiras (Johnson, 1999). Já a corrente estratégica tem por preocupação a criação de valor, pelo que investiga os factores que potenciam essa criação e a sua manutenção. Numa fase inicial, os estudos sobre o Capital Intelectual assentavam primordialmente na sua mensuração, sendo apontados e criados diversos modelos susceptíveis de efectuarem tal valorização. Todavia, nos anos mais recentes, a investigação na área de Capital Intelectual tem mudado o seu foco de orientação passando a incidir sobre a componente estratégica. Surgem assim diversos estudos de análise dos efeitos que o Capital Intelectual tem no processo de potenciação e desenvolvimento do conhecimento organizacional (Petty e Guthrie, 2000).

A existência destas duas correntes de pensamento leva a que tenhamos que distinguir cuidadosamente Capital Intelectual (ou fontes de criação de valor da empresa) de valor do Capital Intelectual (determinado a partir da sua mensuração). São definições diferentes mas que, juntamente, permitem determinar com maior precisão aquilo que se entende por Capital Intelectual. De seguida, serão apresentados os contributos dos diversos autores para uma melhor compreensão e definição de cada uma destas expressões.

2.1. A Definição do Capital Intelectual

Não existe uma definição consensual do termo Capital Intelectual (Cabrita e Vaz, 2006). São múltiplas e diversas as definições existentes na literatura, cada autor apresentando aquela que melhor se adequa ao estudo em questão. Neste ponto da dissertação pretende-se enumerar algumas dessas definições, procurando ilustrar, simultaneamente, a multiplicidade e ambiguidade do termo Capital Intelectual.

Petty e Guthrie (2000) e Petty e Cuganesan (2005) utilizam como ponto de partida dos seus estudos a definição de Capital Intelectual apresentada pela OCDE em 1999², por considerarem que se trata de uma das melhores definições práticas e mais fáceis de trabalhar. De acordo com aquela organização, Capital Intelectual é o valor económico de duas categorias de intangíveis de uma empresa: o Capital Organizacional (ou Estrutural) e o Capital Humano. Entende-se por capital organizacional os sistemas informáticos que são propriedade da empresa, as redes de distribuição e as cadeias de fornecimento. Por sua vez, Capital Humano incorpora os recursos humanos da empresa, quer internos, como os seus trabalhadores, quer externos, como os seus clientes e fornecedores. Esta definição tem a particularidade de efectuar uma distinção entre Capital Intelectual e activos intangíveis, ao considerar que o primeiro é uma subcategoria do segundo e não a sua totalidade.

Para Edvinsson (1997) e Brooking (1997), o Capital Intelectual é a diferença entre o valor de mercado da empresa e o seu valor contabilístico. Brooking (1997) refere que o Capital Intelectual de uma empresa será dado pela diferença entre o valor que alguém está disposto a pagar por essa empresa e o seu valor contabilístico. Edvinsson (1997) reforça a ideia dizendo que o Capital Intelectual compreende os activos intangíveis que não são reconhecidos no Balanço da empresa.

² - Nos dias 9 a 11 de Junho de 1999, em Amesterdão, realizou-se sob o patrocínio da OCDE o simpósio: “*Measuring and Reporting Intellectual Capital: Experiences, Issues, and Prospects: An International Symposium*”. Estiveram presentes mais de 200 pessoas, entre as quais: académicos, representantes de associações profissionais e grupos legislativos de diferentes países. O objectivo do colóquio era fazer com que se comesasse a pensar em directivas e normas internacionais que incentivassem a mensuração e divulgação do Capital Intelectual.

Por sua vez, autores como Li *et al.* (2006), García-Meca e Martínez (2005) e Brennan (2001) enfatizam o papel de criação de valor inerente ao Capital Intelectual. Para Li *et al.* (2006), o Capital Intelectual é entendido como a detenção de conhecimentos e experiências, conhecimentos profissionais e competências, boas relações e capacidades tecnológicas, que, quando aplicadas, proporcionam às organizações vantagens competitivas. García-Meca e Martínez (2005) consideram ainda que o Capital Intelectual é o conhecimento, a informação, a propriedade intelectual e a experiência que pode ser colocada em prática de forma a criar valor. Finalmente, Brennan (2001) refere que Capital Intelectual é conhecimento que é transferido de forma a produzir um activo de maior valor acrescentado e assim aumentar o valor da empresa.

Das definições apresentadas, é possível retirar uma série de ilações. Desde logo, destaca-se a multiplicidade e a diversidade de definições consoante o autor que é mencionado. Adicionalmente, e apesar da aparente diversidade, é realçada a característica de criação de valor do Capital Intelectual que se encontra presente, explícita ou implicitamente, em todas aquelas definições. Finalmente, conclui-se pela existência de subcategorias de Capital Intelectual. Na definição da OCDE, Capital Intelectual divide-se em Capital Organizacional e Capital Humano. Em Li *et al.* (2006) são sugeridas como categorias os conhecimentos e experiências, as boas relações e a capacidade tecnológica. García-Meca e Martínez (2005) apresentam categorias como a propriedade intelectual, o conhecimento, a informação e a experiência.

A existência de categorias dentro da definição de Capital Intelectual parece ter acolhido grande aceitação entre a comunidade académica. De facto, e ao contrário do que acontece na sua definição, parece existir uma ampla concordância quanto àquilo que o Capital Intelectual agrega. Autores como Guthrie e Petty (2000), Pike *et al.* (2000), Bozzolan *et al.* (2003), Ordóñez de Pablos (2003), Mouritsen *et al.* (2005), Oliveira *et al.* (2006a), Cabrita e Vaz (2006), Beattie e Thomson (2007), entre outros, consideram que o Capital Intelectual tem uma estrutura tripartida, a qual compreende as seguintes categorias: Capital Humano, Capital Externo e Capital Interno, ou, na sua forma alternativa, Competência dos Trabalhadores, Capital Relacional e Capital Organizacional.

Esta estrutura tripartida do Capital Intelectual começou por ser utilizada no *Intangible Asset Monitor*, um modelo de compreensão e divulgação de Capital Intelectual criado por Sveiby (1997). As três categorias que incorpora definem-se da seguinte forma (Guthrie e Petty 2000):

- o Capital Humano compreende a educação dos indivíduos, competências, valores, experiência e aprendizagem contínua;
- o Capital Externo incorpora as relações com os clientes e fornecedores, a marca, nomes dos produtos e a reputação da empresa;
- o Capital Interno compreende a cultura organizacional, as patentes, os conceitos, os modelos de pesquisa e desenvolvimento, os sistemas computadorizados e administrativos.

Estas três categorias trabalham conjuntamente permitindo que a empresa transforme as suas competências e conhecimentos em competitividade e riqueza (Li *et al.*, 2006). Quanto maior for a interacção entre as componentes do Capital Intelectual, maior será a criação de valor (Cabrita e Vaz, 2006).

2.2. A Mensuração do Capital Intelectual

As empresas sempre utilizaram ferramentas para mensurar os seus activos (Ordóñez de Pablos, 2003). Da mesma forma, tentam criar e recriar ferramentas que permitam a mensuração desta nova forma de activo, o Capital Intelectual. Dentre as ferramentas mais conhecidas, destacam-se o *Intangible Asset Monitor* (Sveiby, 1997), o *Skandia Navigator* (Edvinsson, 1997) o *Balanced Scorecard* (Kaplan e Norton, 1992), o *Value Added Intellectual Coefficient* (Pulic, 1998; 2004) e o *Hidden Value*.

A empresa pioneira na divulgação de informação sobre Capital Intelectual foi a Celemi (Petty e Cuganesan, 2005). No ano de 1995, a consultora sueca publicou pela primeira vez em todo o Mundo informação sobre activos intangíveis juntamente com os relatórios anuais auditados da empresa. A Celemi reconhecia a dificuldade de medir com segurança os activos de natureza intangível, mas sabia da utilidade desta informação para os *stakeholders*. Tendo em conta que os utilizadores da informação

financeira valorizavam conhecer a dimensão dos activos intangíveis no Balanço e a sua evolução ao longo do tempo, a Celemi considerou a utilização de uma ferramenta de mensuração dos seus activos intangíveis, passando a adoptar o *Intangible Asset Monitor* (Sveiby, 1997). Com base neste modelo, os activos intangíveis passaram a ser classificados em três categorias: Competência individual, Estrutura externa e Estrutura interna. Para cada uma destas categorias foram criadas diversas medidas de mensuração, as quais teriam de ser continuamente utilizadas nos anos seguintes a fim de poder ser determinada a evolução da categoria ao longo do tempo. Estas medidas deveriam ser calculadas e apresentadas aos utilizadores das demonstrações financeiras todos os anos, para que estes pudessem estimar o valor proporcionado por cada uma das categorias e a sua evolução ao longo do tempo.

O *Intangible Asset Monitor* pode hoje ser considerado uma ferramenta rudimentar de mensuração, mas é uma inegável melhoria face aos modelos tradicionais de divulgação de informação, na medida em que tenta avaliar aquilo que realmente cria valor, proporcionando assim informação mais útil à tomada de decisão (Guthrie *et al.*, 1999).

A segunda forma de mensuração realçada é o *Skandia Navigator* (Edvinsson, 1997). Este modelo surgiu no ano de 1994³ através da seguradora sueca Skandia na tentativa de resolução de um paradoxo contabilístico. A empresa havia chegado à conclusão de que quanto mais investisse em activos de natureza intangível, menor seria o seu lucro imediato, resultado da contabilização desses activos como gasto. Consequentemente, menor seria o seu valor contabilístico e maior a diferença desse valor face ao valor de mercado. Para uma empresa em que a maior proporção do investimento se dirigia a este tipo de recursos, a inexistência de um modelo alternativo de apresentação de informação poderia levar os investidores a retirarem ilações extremamente enganadoras. Desta forma, era vital a criação de um modelo de apresentação de informação que demonstrasse a possibilidade de criação de valor destes activos de natureza intangível. Surge assim o *Skandia Navigator*.

³ - A Skandia publicou pela primeira vez o Skandia Navigator em 1994, mas apenas para efeitos internos e em apenas uma das empresas do grupo, a Skandia AFS. Só em Maio de 1995 é que esta informação foi preparada para todas as empresas do Grupo e divulgada ao público num suplemento ao Relatório anual de 1994.

O modelo do *Skandia Navigator* identifica duas categorias de Capital Intelectual: o Capital Humano e o Capital Estrutural. O Capital Estrutural é entendido como tudo aquilo que fica na empresa quando os trabalhadores vão para casa. É o caso, por exemplo, de bases de dados de consumidores, sistemas de informação e concessões. As empresas reconhecem o valor dos empregados e sabem que não os conseguem controlar indefinidamente, pelo que assumem como objectivo tornar o conhecimento de cada um desses trabalhadores público, colocando-o numa espécie de base de dados que possa ser acedida por outras pessoas dentro da organização e assim, permitindo a transformação de Capital Humano em Capital Estrutural.

Em termos de apresentação, o modelo consiste numa folha de dados. Nessa folha constam dados financeiros e não financeiros, os quais constituem uma espécie de balanço alternativo ao Balanço contabilístico. A informação divulgada é também um balanço entre o passado (ênfase financeiro), o presente (ênfase no consumidor, processos e trabalhadores) e o futuro da empresa (ênfase na renovação e desenvolvimento). Para cada uma destas áreas são criados indicadores numéricos que pretendem avaliar os factores críticos de sucesso da empresa. Estes indicadores são inseridos na estratégia global e podem funcionar como indicadores alvo ou como indicativos dos passos tomados pela empresa. O *Skandia Navigator* pretende assim ser uma ferramenta de planeamento e acompanhamento do negócio.

Este modelo apresenta uma vantagem face ao anterior, na medida em que tenta coordenar medidas de desempenho financeiro com medidas de activos intelectuais e assim fornece uma imagem balanceada do capital financeiro e intelectual da empresa (Ordóñez de Pablos, 2003).

O *Balanced Scorecard* (BSC) de Kaplan e Norton (1992) é também uma forma de mensuração do Capital Intelectual. O BSC é uma metodologia de gestão empresarial muito em voga na disciplina de Contabilidade de Gestão e que tem como objectivo avaliar o desempenho operacional da empresa. O método assenta na tradução da missão e da estratégia da organização em quatro perspectivas: Financeira, Clientes, Processos

Internos e Aprendizagem e Crescimento. Para cada uma destas perspectivas são criados indicadores, de natureza financeira e não financeira, que permitem controlar a evolução da empresa e a sua capacidade de criação de valor. O BSC funciona como uma espécie de painel de bordo que indica à empresa qual o melhor caminho a seguir de forma a atingir os seus objectivos. Cada uma das suas perspectivas permite controlar a construção de novas capacidades e a aquisição de bens intangíveis necessários para o futuro crescimento da organização (Ordóñez de Pablos, 2003).

De acordo com Petty e Guthrie (2000), o BSC diferencia-se do *Intangible Asset Monitor* essencialmente pelo facto daquele se centrar mais nos clientes, enquanto este foca-se na competência dos trabalhadores, isto é, no Capital Humano. Todavia, os mesmos autores são da opinião de que muitos dos rácios e indicadores usados em cada uma das perspectivas do BSC fornecem informação, ainda que não intencional, sobre o Capital Humano, pelo que a informação global divulgada pelas duas ferramentas é bastante semelhante.

Os três modelos anteriores consistem na criação de um conjunto de indicadores de natureza intelectual que oferecem à empresa uma visão alternativa do seu desempenho e funcionam como um complemento à informação financeira. Estas três ferramentas inserem-se nos métodos de mensuração através de painéis de indicadores (Sitar e Vasic, 2005). De seguida são apresentadas duas ferramentas que se inserem em métodos diferentes, o *Value Added Intellectual Coefficient* (VAIC) (Pulic, 1998; 2004) que se insere no método de retorno dos activos e o *Hidden Value*⁴ que resulta de métodos de capitalização dos mercados (Sitar e Vasic, 2005).

O VAIC é apresentado por Pulic (1998; 2004) como uma forma de mensurar o desempenho das empresas da Era do Conhecimento. A criação do modelo assenta em quatro conceitos. O primeiro conceito é o de Valor Acrescentado, que se assume como a melhor forma de avaliar o sucesso de negócio da empresa. De forma a criar valor são necessários dois recursos essenciais, o Capital Físico e o Potencial Intelectual. O Capital Físico inclui todos os fundos financeiros que podem ser retirados a partir do Balanço

⁴ - Utilizada a expressão inglesa que pretende reflectir a diferença entre o valor de mercado da empresa e o seu valor contabilístico.

Contabilístico (Capital Social, Reservas, Empréstimos, ...) adicionado do Resultado Líquido. Por sua vez, o Potencial Intelectual é representado por todos os trabalhadores da empresa. Este potencial inclui a capacidade de criação de valor dos trabalhadores através da utilização eficiente das infra-estruturas da empresa e de uma relação intensiva com o mercado.

O autor diferencia Potencial Intelectual e Capital Intelectual através de duas características. O Capital Intelectual divide-se em três categorias igualmente importantes: Capital Humano, Estrutural e Relacional. Para o autor, estas duas últimas categorias não funcionam sem os trabalhadores, pelo que na lógica subjacente ao Potencial Intelectual, o Capital Humano é o factor decisivo na criação de valor. Adicionalmente, os indicadores que expressam o Capital Intelectual são na maioria das vezes subjectivos, enquanto a mensuração do Potencial Intelectual baseia-se em resultados de mercado sendo, por isso, objectiva. Concretamente, o Potencial Intelectual é dado pelo total de gastos suportados com os trabalhadores da empresa.

O quarto conceito inerente ao VAIC é o de Capacidade Intelectual, que é o resultado da aplicação do Capital Físico e do Potencial Intelectual, demonstrando o sucesso na criação de Valor Acrescentado. Quanto maior a criação de valor com os mesmos recursos, maior o sucesso da empresa. O VAIC indica assim a eficiência da utilização do potencial financeiro e intelectual da empresa. A grande vantagem desta medida é a objectividade com que todas as suas componentes são calculadas pois resultam de grandezas contabilísticas reconhecidas com base nos princípios contabilísticos geralmente aceites. Adicionalmente, permite saber qual o recurso mais eficiente na criação de valor, pelo que incita à tomada de decisão eficiente.

A última ferramenta de mensuração do Capital Intelectual apresentada é o *Hidden Value*. Tem sido sugerido por alguns autores que o valor dos activos intelectuais de uma empresa é dado pela diferença entre o valor de mercado e o seu valor contabilístico (Brennan, 2001; Wong e Gardner, 2005; Petty e Cuganesan, 2005; Miller e Whiting, 2005; Li *et al.*, 2007), isto é, por aquilo a que tipicamente se chama de *Hidden Value*. Tal sugestão resulta da constatação de que na generalidade das empresas, o valor de

mercado supera o valor contabilístico, o que pressupõe que os investidores consideram existir mais activos na empresa do que aqueles que são reflectidos na Contabilidade. Uma fácil dedução leva a que se considere que os activos em falta são os de natureza intelectual, pelo que a diferença entre aquelas duas grandezas daria de forma quase exacta o valor do Capital Intelectual.

Ainda que esta ilação seja fácil de retirar não se afigura como totalmente correcta. Por um lado, porque a diferença que decorre daquelas grandezas poderá dever-se a problemas de valorização contabilística dos activos (Miller e Whiting, 2005) que geralmente se encontram valorizados ao custo de aquisição⁵. Por outro lado, porque o diferencial da cotação das acções face ao valor contabilístico da empresa pode reflectir expectativas de crescimento da empresa. Finalmente, porque a cotação das acções é influenciada por fenómenos de especulação bolsista que, como tal, nada têm a ver com o Capital Intelectual.

Pese embora a existência de diversos factores, para além do Capital Intelectual, que poderão originar um valor de mercado superior ao valor contabilístico, o *Hidden Value* assume-se como um boa aproximação ao nível de Capital Intelectual da empresa, sendo a forma mais simples de mensuração. Petty e Cuganesan (2005) referem que apesar da sua simplicidade, o *Hidden Value* permite realçar a significância e a natureza não transparente do Capital Intelectual (Petty e Cuganesan, 2005).

Termina aqui a enumeração e breve explicitação de algumas das ferramentas de mensuração do Capital Intelectual. Existem muitos mais métodos de cálculo, todos eles com mais valias associadas e que permitiriam uma maior precisão do termo Capital Intelectual (ver p.e. Sitar e Vasic, 2005). Todavia, não sendo objectivo desta investigação a mensuração do Capital Intelectual, mas sim a compreensão da sua divulgação, entende-se que os métodos apresentados permitem uma melhor compreensão dos termos que serão utilizados daqui em diante.

⁵ - As Normas Internacionais de Contabilidade já permitem a valorização dos activos pelo modelo do justo valor (IAS 16; IAS 38). Todavia, em Portugal são ainda reduzidas as empresas que optaram por esta forma de valorização, sendo ainda frequente a mensuração pelo modelo do custo.

3. Enquadramento Teórico

Existem muitos motivos que levam a que as empresas divulguem voluntariamente informação. Alguns autores tentam explicitar estes motivos recorrendo a teorias de índole económica onde se enquadram a Teoria Positiva da Contabilidade, a Teoria da Sinalização, o Enquadramento Custo – Benefício e a Perspectiva Baseada nos Recursos. Outros recorrem a teorias políticas e sociais das quais se destacam a Teoria da Legitimidade, a Teoria dos *Stakeholders* e a Perspectiva Político-Económica da Contabilidade. Contudo, nenhuma destas teorias consegue explicar por si só os incentivos inerentes à divulgação voluntária de informação, sendo aconselhável a sua articulação. De seguida serão apresentados os contributos de cada uma destas teorias para a explicação do fenómeno da divulgação voluntária da informação.

3.1. Teoria Positiva da Contabilidade

A Teoria Positiva da Contabilidade (Watts e Zimmerman, 1978, 1979, 1990) permite compreender as motivações que levam os gestores a adoptar determinadas políticas contabilísticas em detrimento de outras, pelo que oferece um possível enquadramento aos incentivos que conduzem à divulgação voluntária de informação.

A Teoria Positiva da Contabilidade assenta nos fundamentos da Teoria da Empresa e da Teoria da Agência (Jensen e Meckling, 1976). O gestor é encarado como um agente que tem motivações próprias e age no seu interesse pessoal, desenvolvendo comportamentos oportunistas que comprometem a maximização do valor da empresa para os seus accionistas e credores. Inerentes à actividade da empresa existem custos contratuais e custos políticos. Os custos contratuais compreendem os custos de transacção, de agência, de informação, de renegociação e de falência. Os custos políticos são uma função positiva da dimensão da empresa (Watts e Zimmerman, 1978) e da sua visibilidade social.

Os pressupostos inerentes à Teoria Positiva da Contabilidade permitem derivar três hipóteses sintetizadoras do comportamento dos gestores. A hipótese do plano de compensação sugere que os gestores com planos de remuneração indexados a elementos contabilísticos têm incentivos em adoptar políticas contabilísticas que antecipem

resultados de períodos seguintes. A hipótese do contrato de dívida estipula que perante a iminência da violação de cláusulas dos contratos de dívida indexadas à informação contabilística, os gestores têm incentivos em adoptar políticas contabilísticas que antecipem os resultados. Finalmente, a hipótese dos custos políticos considera que, na presença destes custos, os gestores têm incentivos em adoptar políticas contabilísticas que difiram os resultados para os períodos seguintes (Watts e Zimmerman, 1978).

A Teoria Positiva da Contabilidade assenta na ideia de que o conteúdo e a forma da informação contabilística são determinados pelos incentivos que movem os gestores. Neste contexto, a divulgação voluntária de informação é influenciada por dois tipos de incentivos que se colocam ao gestor. A existência de assimetria de informação e de custos de agência entre gestores e accionistas e entre a empresa e os seus credores constitui um desses incentivos. Nesta situação, o gestor divulga voluntariamente informação para reduzir a assimetria de informação entre aquelas partes e assim contribuir para uma melhor avaliação da empresa e consequente redução do custo de capital que lhe está associado (Botosan, 1997).

A existência de custos políticos inerentes à actividade da empresa determina o outro incentivo. Perante elevados custos políticos, os gestores têm incentivo em divulgar informação que ressalte os aspectos sociais da empresa de forma a desviar a atenção dos seus resultados contabilísticos e assim evitar que o Governo e outras entidades tomem medidas prejudiciais à rendibilidade da empresa.

Os gestores têm assim incentivo em divulgar voluntariamente informação de forma a minimizar os elevados custos de agência e custos políticos que suportam. De acordo com a Teoria Positiva da Contabilidade, é expectável que as empresas que tenham maior dispersão de capital (custos de agência do contrato entre gestor/accionista), maior volume de dívida (custos de agência do contrato entre empresa/credores) e que estejam sujeitas a maior visibilidade social (maiores custos políticos) divulguem voluntariamente mais informação do que as restantes empresas.

3.2. Teoria da Sinalização

A Teoria da Sinalização (Ross, 1977; Spence, 1973) permite igualmente compreender algumas das motivações inerentes à divulgação voluntária de informação. Esta teoria parte do pressuposto de que o mercado contempla dois tipos de empresas, as boas e as más. Em contexto de assimetria de informação, o mercado não tem como distinguir os dois tipos de empresas, pelo que as suas decisões baseiam-se na qualidade média do conjunto. Desta forma, as boas empresas são prejudicadas porque são subavaliadas e as más empresas são beneficiadas porque são sobreavaliadas.

Nestas condições, as boas empresas têm incentivos em sinalizar ao mercado as suas boas qualidades de forma a diferenciarem-se das restantes empresas e assim permitirem que investidores e credores avaliem melhor a sua capacidade de criação de riqueza e reduzam o risco que lhe está associado (Botosan, 1997; Williams, 2001; Miller e Whiting, 2005). Mas o sinal enviado ao mercado apenas será credível quando as hipóteses de imitação por parte das restantes empresas forem reduzidas. Spence (1973) demonstra que se o custo do sinal for superior para as más empresas deixa de haver incentivo à imitação. A existência de custos associados e a possibilidade de confirmação da informação divulgada são fundamentais para o assegurar da credibilidade do sinal.

A divulgação voluntária de informação assume-se como uma boa forma de sinalizar as boas qualidades da empresa. A credibilidade do sinal é garantida pela existência de custos associados à publicação da informação e pela necessidade da informação divulgada ser auditada juntamente com as restantes peças das demonstrações financeiras.

3.3. Enquadramento Custo – Benefício

O Enquadramento Custo – Benefício é também sugerido por alguns autores (García-Meca *et al.*, 2005; Vergauwen e Alem, 2005; Oliveira, *et al.*, 2006a) como forma de explicar a divulgação voluntária de informação. Neste contexto, as empresas terão incentivos em divulgar voluntariamente informação quando os benefícios superarem os custos suportados.

Os benefícios da divulgação voluntária resultam essencialmente da redução da assimetria de informação entre os participantes no mercado. A existência de *stakeholders* mais informados permite uma melhor previsão dos resultados futuros da empresa e uma consequente melhor avaliação (Li *et al.*, 2007). Adicionalmente, garante interesse adicional por parte dos analistas financeiros e aumenta a liquidez das acções da empresa (Healy e Palepu, 1993; Healy *et al.*, 1999). Botosan (1997) verifica que, para as empresas que são pouco seguidas por analistas, uma maior divulgação de informação conduz a uma redução do custo do capital próprio. Sengupta (1998) sugere ainda que uma melhor qualidade da divulgação permite a redução do custo do endividamento.

A contrabalançar aos benefícios anteriores existem diversos custos. O primeiro custo é o da preparação da informação onde se incluem os custos de auditoria. Adicionalmente, existem custos decorrentes da falta de credibilidade da informação. A existência de conflitos de interesse leva a que os investidores desconfiem do carácter voluntário da informação e não lhe atribuam a mesma credibilidade. Mas o principal custo é o que decorre da Teoria dos *Proprietary Costs*⁶ (Verrecchia, 1983). Esta teoria sugere que a divulgação de informação tem impactos negativos na posição competitiva da empresa. Quando a empresa divulga informação ao mercado, transfere aos seus concorrentes (presentes e potenciais) informação confidencial sobre as suas fontes de criação de valor, o que faz com que perca a exclusividade do conhecimento das suas vantagens competitivas. Assim, os seus concorrentes podem aproveitar essa informação para entrarem no mercado e/ou ganharem maior quota de mercado, o que obriga a empresa a procurar novas vantagens competitivas. Este tipo de custos está fortemente dependente da natureza competitiva do mercado, do tipo de informação divulgada e do grau de ameaça de entrada de novas empresas.

Neste enquadramento, a divulgação voluntária de informação resulta de uma correcta ponderação dos benefícios e custos inerentes. Os incentivos à divulgação voluntária serão maiores em sectores com tendências monopolistas, em que as barreiras à entrada sejam maiores e em que os *proprietary costs* sejam menores.

⁶ - Foi mantida a expressão em inglês uma vez que não foi encontrada uma tradução adequada que permitisse reflectir o sentido atribuído à expressão original.

3.4. Perspectiva Baseada nos Recursos

A Perspectiva Baseada nos Recursos oferece também um contributo à explicitação dos motivos que conduzem à divulgação voluntária de informação (Abeysekera, 2006). Esta perspectiva é construída no pressuposto de que o sucesso da empresa depende largamente dos recursos que possui e que controla, i.e., dos seus activos e capacidades (Galbreath, 2005). Os activos são recursos controlados pela empresa, podendo ser tangíveis ou intangíveis. As capacidades são o conjunto das competências e conhecimento acumulado exercidas através de rotinas empresariais.

A Perspectiva Baseada nos Recursos refere que apenas os recursos valiosos, raros, inimitáveis e insubstituíveis são susceptíveis de alcançar vantagens competitivas sustentadas (Galbreath, 2005). O Capital Intelectual assume-se como um destes recursos (Swart, 2006).

No seio desta perspectiva, as empresas têm incentivos para divulgar voluntariamente informação que potencie os recursos susceptíveis de gerar vantagens competitivas. A divulgação de informação aproxima a empresa dos seus *stakeholders*, melhorando a natureza da sua relação e permitindo atrair e manter recursos valiosos.

3.5. Teoria da Legitimidade

A Teoria da Legitimidade baseia-se na percepção generalizada de que as acções praticadas por uma entidade são desejáveis, adequadas ou apropriadas dentro de um qualquer conjunto social de normas, valores, crenças e definições (Suchman, 1995). Esta teoria sugere a existência de uma espécie de contrato social entre a empresa e a sociedade, que representa as expectativas que são depositadas na forma como a empresa desenvolve as suas actividades (Guthrie *et al.*, 2004; Watson *et al.*, 2002).

De acordo com a Teoria da Legitimidade, a divulgação voluntária da informação serve para demonstrar que a empresa é socialmente responsável e que a forma como opera as suas actividades é aceitável perante os valores que lhe são impostos. A divulgação de informação pode ainda surgir da necessidade de se legitimar perante as outras empresas.

Beattie e Thomson (2007) e Petty e Cuganesan (2005) sugerem que a divulgação de informação por parte das melhores empresas pode conduzir a um fenómeno de imitação por parte das restantes para que estas se situem entre as melhores práticas do mercado. Guthrie *et al.* (2004) sugerem que as empresas com elevados níveis de Capital Intelectual divulguem mais informação sobre o seu Capital Intelectual, uma vez que não conseguem legitimar o seu estatuto através dos símbolos tradicionais de sucesso.

3.6. Teoria dos Stakeholders

A Teoria dos *Stakeholders* tem características comuns à Teoria da Legitimidade, mas enquanto esta se focaliza na perspectiva da sociedade, aquela considera todas as partes que podem ser afectadas pelas acções da empresa nomeadamente, accionistas, trabalhadores, clientes, fornecedores, investidores, credores, governo e o público em geral.

No contexto desta teoria, a empresa irá desenvolver as actividades e divulgar as informações que são expectáveis pelos seus *stakeholders* (Guthrie *et al.*, 2004). Todos os *stakeholders* têm o direito de obter informação sobre a forma como a actividade da empresa os afecta, mesmo que decidam não utilizar essa informação ou mesmo que isoladamente não consigam influenciar a decisão da organização. Desta forma, a empresa divulga informação para satisfazer as expectativas criadas pelos seus *stakeholders*.

O ramo positivista desta teoria sugere que a visão da gestão sobre cada um dos *stakeholders* é influenciada pelo controlo que estes têm sobre os recursos. Como tal, quanto mais poderoso for um determinado *stakeholder* (i.e., quantos mais recursos controlar), mais provável é que a empresa influencie o formato e conteúdo da informação em função das suas expectativas. O ramo ético da teoria sugere que todos os *stakeholders* têm o direito de ser tratados com justiça pelo que os gestores devem gerir as actividades e divulgar a informação tendo em conta o benefício da globalidade dos utilizadores da informação.

3.7. Perspectiva Político-Económica da Contabilidade

Nesta perspectiva, a Contabilidade é vista como um meio de sustentar e legitimar os acordos políticos, económicos e sociais efectuados pela empresa (Abeysekera e Guthrie, 2005; Abeysekera, 2006). A perspectiva considera que em cada acordo, existem duas forças que se opõem e criam tensões entre os participantes. A função da Contabilidade é agendar o debate a ser efectuado, mediar, suprimir, mistificar e transformar os conflitos em acordos estabelecidos pela empresa (Abeysekera e Guthrie, 2005; Stanton e Stanton, 2002).

De acordo com esta perspectiva, a divulgação voluntária da informação é vista como uma ferramenta pró-activa a partir da qual a empresa influencia e molda aquilo que é importante na sociedade (Stanton e Stanton, 2002). A Perspectiva Político-Económica da Contabilidade introduz assim factores mais abrangentes e metódicos à interpretação e explicação dos fenómenos da divulgação de informação, uma vez que contextualiza a divulgação na realidade política, económica e social das empresas.

Termina aqui o enquadramento teórico das motivações inerentes à divulgação voluntária de informação. As várias teorias permitem compreender melhor os incentivos que movem empresas e gestores a divulgar voluntariamente informação sobre o Capital Intelectual. No entanto, nenhuma das teorias permite explicar totalmente o fenómeno da divulgação de informação. Tem sido assim sugerido que as diferentes teorias devem ser encaradas como complementares (Campbell, 2000), sendo certo que, em determinados contextos, alguns destes incentivos prevalecerão sobre os outros.

4. Uma Revisão de Estudos Relevantes

O tema da divulgação de informação sobre Capital Intelectual tem sido objecto de diversas investigações um pouco por todo o Mundo. Os estudos já realizados procuram, partindo essencialmente de análises de conteúdo aos Relatórios e Contas das empresas, tentar identificar padrões de divulgação, factores explicativos e avaliar os impactos da divulgação de informação sobre Capital Intelectual.

4.1. Padrões da Divulgação

Os estudos mais comuns são aqueles que identificam num conjunto de empresas, geralmente reduzido, as categorias de Capital Intelectual mais divulgadas. O objectivo é avaliar, por um lado, a abrangência da divulgação e, por outro, a importância atribuída pelas organizações às diferentes categorias de Capital Intelectual.

Os resultados apresentados por estes estudos, sendo consistentes entre si e abrangendo diversos países em diferentes períodos temporais, permitem traçar um padrão da divulgação de informação sobre Capital Intelectual.

A primeira tendência que se pode retirar é que as empresas divulgam informação, sendo reduzido o número de empresas que não efectuam qualquer referência ao Capital Intelectual nas suas comunicações (Guthrie e Petty, 2000; Wong e Gardner, 2005; Abeysekera e Guthrie, 2005). Contudo, a divulgação é feita sem referência a um enquadramento coerente, o que limita a comparação dessa divulgação entre empresas e para a mesma empresa em diferentes momentos no tempo (Guthrie e Petty, 2000; Abeysekera e Guthrie, 2005; Guthrie *et al.*, 2006).

Conclui-se ainda que a informação reportada aparece essencialmente sob a forma narrativa e não quantitativa (Guthrie e Petty, 2000; Brennan, 2001; Wong e Gardner, 2005; Goh e Lim, 2004; Guthrie *et al.*, 2006). Guthrie e Petty (2000) atribuem este resultado ao facto das empresas estarem mais interessadas em compreender onde se encontram os verdadeiros factores de criação de valor e não tanto em atribuir a estes itens uma qualquer quantia monetária.

Os vários estudos são também, na sua generalidade, consistentes quanto à categoria de Capital Intelectual mais divulgada. Os resultados demonstram que são os itens que se enquadram na categoria de Capital Externo que apresentam maior frequência de divulgação (Guthrie e Petty, 2000; Abeysekera e Guthrie, 2005; Brennan, 2001; Bozzolan *et al.*, 2003; Wong e Gardner, 2005; Goh e Lim, 2004; Guthrie *et al.*, 2006). Contudo, não existe coerência quanto à ordem que ocupam as outras duas categorias do Capital Intelectual. Em Guthrie e Petty (2000) o Capital Humano e o Capital Interno apresentam frequências idênticas. Em Abeysekera e Guthrie (2005), Wong e Gardner (2005) e Brennan (2001), o Capital Humano apresenta um maior índice de divulgação do que o Capital Interno. Já em Goh e Lim (2004) e Bozzolan *et al.* (2003), a segunda categoria mais divulgada é o Capital Interno, seguida pelo Capital Humano.

Desta forma, é possível concluir que os resultados dos estudos sobre padrões de divulgação de informação sobre Capital Intelectual apresentam diversas similitudes, muito embora o uso de diferentes metodologias e a diversidade do espaço e tempo em que são aplicados, pelo que não se afigurará demasiado errado falar na existência de um padrão de divulgação de informação sobre Capital Intelectual consistente entre os diversos estudos.

Importa no entanto referir que, embora os estudos realizados comportem conclusões semelhantes, é preciso interpretá-las com cuidado. Primeiro, porque aqueles estudos comportam amostras muito reduzidas, geralmente de empresas com acções admitidas à negociação em bolsa ou empresas de grande dimensão, o que inviabiliza a extrapolação a uma população mais genérica. Segundo, porque se tratam de estudos com uma elevada componente subjectiva, pelo que os resultados estão extremamente condicionados pela pessoa do seu investigador. Terceiro, porque os estudos incorporam bases metodológicas diferentes, com diferentes unidades de análise, com diferentes subcategorias de Capital Intelectual e com diferentes interpretações sobre a codificação em cada subcategoria, pelo que a sua comparação pode ser extremamente falaciosa.

4.2. Factores Explicativos da Divulgação

Alguns autores têm-se debruçado sobre o estudo dos factores explicativos da divulgação de informação sobre Capital Intelectual. O objectivo é identificar os factores que explicam a abrangência, o volume e a importância relativa da divulgação de informação sobre Capital Intelectual no total de informação divulgada pelas empresas. De acordo com Lang e Lundholm (1993), é possível agrupar os factores explicativos da divulgação de informação em variáveis estruturais, variáveis de mercado e variáveis de desempenho.

4.2.1. Variáveis Estruturais

Os factores mais estudados na literatura são os relacionados com as variáveis estruturais onde se incluem a dimensão da empresa (Guthrie *et al.*, 2006; Bozzolan *et al.*, 2003; García-Meca *et al.*, 2005; García-Meca e Martínez, 2005; Li *et al.*, 2007; Williams, 2001; Bukh *et al.*, 2005), a estrutura accionista (Firer e Williams, 2005; Li *et al.*, 2007; Bukh *et al.*, 2005) e o nível de endividamento (García-Meca e Martínez, 2005; García-Meca *et al.*, 2005; Ho e Wong, 2001).

Os efeitos da dimensão da empresa no nível de divulgação de informação sobre Capital Intelectual não são consensuais. Alguns autores constataam que quanto maior a dimensão da empresa, maior o nível de divulgação de informação sobre Capital Intelectual (Guthrie *et al.*, 2006; Bozzolan *et al.*, 2003; García-Meca *et al.*, 2005; García-Meca e Martínez, 2005; Li *et al.*, 2007). Todavia, outros autores não conseguem encontrar correlações estatisticamente significativas entre as duas variáveis (Williams, 2001; Bukh *et al.*, 2005), pelo que não é possível afirmar de forma inequívoca que a dimensão é um factor explicativo do nível de divulgação de informação sobre Capital Intelectual.

Uma outra variável estrutural apresentada na literatura como factor explicativo do nível de divulgação é a estrutura accionista. Diversos estudos analisam os efeitos de participações detidas pela gestão, pelo Governo e os efeitos da concentração do capital nos níveis de divulgação. Firer e Williams (2005), com base numa amostra de 390 empresas de Singapura com acções admitidas à cotação em bolsa no ano de 2000, estudam os efeitos daqueles três tipos de estrutura accionista no nível de divulgação,

nomeadamente a concentração da estrutura accionista, a existência de capital detido pela gestão e a existência de capital detido pelo Governo. Os autores concluem que empresas com estruturas accionistas difusas, com pouco capital detido pela gestão e com capital detido pelo Governo têm mais incentivos em efectuar divulgação de informação sobre Capital Intelectual. Resultados semelhantes são obtidos por Li *et al.* (2007) quanto à percentagem de capital detido pela gestão e quanto aos efeitos da concentração do capital. Li *et al.* (2007) constatarem que quanto maior a percentagem de capital detida pela gestão menores são os incentivos e pressões para efectuar divulgação externa de Capital Intelectual, pelo que menor a abrangência e volume dessa divulgação. Adicionalmente, verificam existir uma correlação negativa entre a concentração da estrutura accionista e o volume, a abrangência e a importância relativa de divulgação de informação sobre Capital Intelectual. Resultados contrários são encontrados por Bukh *et al.* (2005) quanto aos efeitos da existência de capital detido pela Gestão. Estes autores concluem que quanto maior for a participação detida pela gestão, maior será a divulgação de informação sobre Capital Intelectual. Os autores consideram os resultados surpreendentes e justificam pelo facto de se tratar de um estudo aos prospectos de IPO⁷ das empresas. Neste caso, os gestores têm incentivo em divulgar informação como forma de sinalizar a empresa no mercado e assim reduzir o custo de capital que virá a afectar os resultados do IPO.

O nível de endividamento das empresas é também um factor estrutural explicativo do nível de divulgação de informação sobre Capital Intelectual (García-Meca e Martínez, 2005; García-Meca *et al.*, 2005; Ho e Wong, 2001). A evidência empírica relativamente a esta variável é igualmente inconclusiva. García-Meca e Martínez (2005) encontram suporte para a hipótese de que as empresas mais endividadas divulgam mais informação sobre Capital Intelectual. Para estes autores, as empresas altamente endividadas têm de satisfazer as necessidades dos seus credores com informação mais detalhada sobre a sua actividade, pelo que divulgam mais informação. Todavia, Ho e Wong (2001) e García-Meca *et al.* (2005) não encontram relação entre as duas variáveis.

⁷ - IPO (*Initial Public Offering*) – primeira entrada em bolsa da empresa.

4.2.2. Variáveis de Mercado

As variáveis de mercado estudadas na literatura compreendem, entre outros factores, o tipo de indústria, a volatilidade do preço das acções, o estado de cotação e o *Hidden Value*.

Os efeitos do tipo de indústria no nível de divulgação de informação sobre Capital Intelectual têm sido objecto de diversos estudos. Todavia, os resultados demonstram que não é possível retirar uma ilação directa quanto ao sentido desses efeitos. Williams (2001) e Bukh *et al.* (2005) encontram um efeito positivo do tipo de indústria no nível de divulgação. Mais concretamente, estes autores encontram evidência de que as empresas mais intensivas em tecnologia divulgam mais informação sobre Capital Intelectual. Também Li *et al.* (2007) demonstram que as empresas de alta tecnologia são as que divulgam um maior volume de informação sobre Capital Intelectual. Estas conclusões não são, contudo, suportadas pelos estudos de García-Meca *et al.* (2005) e García-Meca e Martínez (2005), os quais não encontram uma relação estatisticamente significativa entre aquelas variáveis. Bozzolan *et al.* (2003), no seu estudo a 30 empresas italianas, constata ainda que o factor indústria é um factor relevante na explicação do volume de informação, mas não permite explicar as diferenças no tipo de informação divulgada.

A volatilidade do preço das acções como factor explicativo da divulgação de informação sobre Capital Intelectual foi estudada por Li *et al.* (2007). Estes autores encontram uma correlação positiva entre a volatilidade e a abrangência de divulgação e um efeito marginal da volatilidade na importância relativa da informação divulgada. Todavia, não encontram relação quando a variável dependente passa a ser o volume de divulgação. Os autores sugerem que as empresas com maior volatilidade do preço das acções são mais intensivas em Capital Intelectual e como tal divulgam informação mais abrangente para sinalizar ao mercado o seu real valor. Adicionalmente, as empresas nestas condições apresentam mais informação sobre Capital Intelectual no total de informação divulgada, o que evidencia a importância do Capital Intelectual para essas empresas.

Em relação ao estado de cotação como factor explicativo destacam-se dois estudos. Li *et al.* (2007) encontram suporte para a hipótese de que o tempo de cotação em bolsa de uma empresa afecta negativamente o nível de divulgação efectuada. García-Meca *et al.* (2005) constatarem que quando uma empresa está cotada em bolsa em mais do que um mercado, sente necessidade de divulgar mais informação porque tem de satisfazer as regras e necessidades de dois ou mais mercados.

Uma outra variável de mercado que tem sido utilizada para explicar a divulgação de informação sobre Capital Intelectual é o *Hidden Value*. A hipótese apresentada pela literatura é de que o nível de divulgação está positivamente correlacionado com o *Hidden Value*, ou seja, quanto maior a diferença entre o valor de mercado de uma empresa e o seu valor contabilístico, maior a divulgação efectuada. Li *et al.* (2007) e García-Meca *et al.* (2005) encontram suporte empírico para esta hipótese, embora estes últimos apenas atestem essa relação quando considerada uma regressão univariada. Brennan (2001) sugere a existência de uma relação positiva entre as duas variáveis, embora não encontre evidência empírica que suporte essa hipótese. Também Miller e Whiting (2005) não encontram relação entre as duas variáveis, embora verifiquem uma relação positiva entre o *Hidden Value* e o nível de informação divulgada sobre Capital Externo. Estes autores sugerem ainda que a natureza da relação poderá ser contrária, i.e., o nível de divulgação pode influenciar a diferença entre o valor de mercado e o valor contabilístico das empresas.

4.2.3. Variáveis de Desempenho

A variável de desempenho mais estudada como factor explicativo da divulgação de informação sobre Capital Intelectual é a rendibilidade das empresas. García-Meca e Martínez (2005) encontram evidência de que maiores níveis de rendibilidade motivam os gestores a fornecer informação mais detalhada aos mercados, de forma a contribuírem para o aumento da confiança dos investidores. Como tal, empresas com maior rendibilidade divulgam mais informação sobre Capital Intelectual. Esta conclusão vai ao encontro dos estudos efectuados por Penman (1980) e Lev e Penman (1990) que sugerem existir uma relação entre a rendibilidade das empresas e a divulgação de informação aos mercados. Todavia, não suporta os resultados apresentados por Skinner

(1994), o qual constata que existem dois tipos de relação entre a rendibilidade e a divulgação. Quando as empresas têm bons níveis de rendibilidade, efectuem divulgação de informação para se diferenciarem das restantes. Quando as empresas apresentam baixos níveis de rendibilidade divulgam informação em antecipação a esses maus resultados.

Como se constata, a literatura é rica na apresentação de possíveis factores explicativos da divulgação de informação sobre Capital Intelectual. Todavia, os estudos empíricos realizados nem sempre confirmam esses factores. Por vezes, o sentido da relação não é o esperado; outras vezes, a realidade empírica rejeita a existência das relações. As diferenças encontradas entre os diversos estudos são explicadas por diferentes ordens de razão. Por um lado, as óbvias diferenças culturais entre os países objecto do estudo, as quais não são incorporadas nos modelos estudados. Por outro, a existência prévia de uma codificação de itens susceptíveis de serem divulgados inviabiliza a comparação entre os estudos, já que a codificação utilizada por cada um é diferente e subjectiva. Finalmente, o facto da amostra utilizada ser geralmente reduzida inviabiliza a extrapolação dos seus dados à generalidade da população e limita os resultados à realidade estudada.

4.3. Impactos da Divulgação

O terceiro conjunto de estudos salientado nesta investigação procura perceber a relação existente entre a divulgação de informação sobre Capital Intelectual e o desempenho da empresa no mercado de capitais. A natureza desta relação assume-se de extrema importância num contexto de perda da relevância da informação contabilística tradicional como aquele que Lev e Zarowin (1999) e Amir e Lev (1996) constataam.

Chen *et al.* (2005) e Li e Wu (2004) estudaram a relação entre o Capital Intelectual e o desempenho da empresa. Os autores sugerem a existência de um impacto positivo do Capital Intelectual no mercado de capitais e no desempenho da empresa. Chen *et al.* (2005), recorrendo ao VAIC⁸, verificam que o Capital Intelectual tem um impacto

⁸ -Ver no capítulo 2 a forma de cálculo deste indicador.

positivo no valor de mercado e no desempenho da empresa, podendo funcionar como um indicador do desempenho financeiro futuro da empresa.

Lang e Lundholm (2000) e Healy *et al.* (1999) constataam que maiores níveis de divulgação de informação conduzem os investidores a rever em alta as suas expectativas, aumentam a liquidez dos mercados e levam a um aumento do interesse por parte de analistas e outras entidades institucionais. Existe igualmente evidência de que a divulgação de taxas de crescimento das empresas, taxas de penetração e informação qualitativa sobre as patentes é relevante para o valor de mercado da empresa e de que a informação financeira, quando apresentada isoladamente, não consegue explicar a formação do preço das acções (Amir e Lev, 1996; Hirschey *et al.*, 2001).

Os efeitos da divulgação de informação sobre Capital Intelectual no desempenho bolsista das empresas foram testados por Abdolmohammadi (2005). Através de um estudo a 58 empresas de entre as Fortune500, o autor conclui que a frequência da divulgação de informação sobre Capital Intelectual tem um efeito positivo na capitalização bolsista das empresas. Estes resultados vão ao encontro dos apresentados por Lajili e Zéghal (2006) quanto às divulgações de informação sobre Capital Humano. Estes autores detectaram alguma evidência de uma influência positiva da divulgação de informação sobre Capital Humano no valor de mercado e no desempenho da empresa.

A existência de estudos que suportam a ideia de que a divulgação de informação, e mais concretamente a divulgação de informação sobre Capital Intelectual, tem efeitos no desempenho e no valor de mercado das empresas é deveras importante, uma vez que por si só implica a existência de um incentivo económico à divulgação voluntária de informação (Abdolmohammadi, 2005).

4.4. A Divulgação em Portugal

Em Portugal, o tema da divulgação de informação sobre Capital Intelectual não é recente, tendo já sido realizados estudos que vão ao encontro do que tem sido feito a nível internacional. Partindo de amostras de empresas com acções admitidas à cotação na *Euronext Lisbon*, os estudos procuram identificar padrões da divulgação (Gomes *et*

al., 2007), determinar factores explicativos (Oliveira *et al.*, 2006a) e avaliar a relevância da informação de natureza intangível no mercado de capitais (Oliveira *et al.*, 2006b).

Os resultados dos estudos permitem constatar que a divulgação de informação sobre Capital Intelectual em Portugal acompanha as tendências observadas a nível mundial. As empresas portuguesas divulgam informação sobre Capital Intelectual através dos Relatórios e Contas publicados anualmente, não existindo evidência de relatórios específicos para a divulgação das questões relacionadas com o Capital Intelectual. A informação divulgada assume um formato essencialmente narrativo (Oliveira *et al.*, 2006a; Gomes *et al.*, 2007), existindo pouca informação expressa quantitativamente ou monetariamente.

A categoria de Capital Intelectual mais divulgada difere entre os estudos. Oliveira *et al.* (2006a) aferem que o Capital Relacional (Capital Externo) é a categoria mais divulgada. Já Gomes *et al.* (2007) verificam que os indicadores mais divulgados são os referentes ao Capital Estrutural (Capital Interno). Em ambos os estudos, o Capital Humano assume-se como a categoria menos divulgada.

Embora existam diferenças metodológicas, nomeadamente quanto às subcategorias de Capital Intelectual que incorporam cada uma das categorias principais, é de realçar a similitude dos resultados quanto às subcategorias mais e menos divulgadas. A subcategoria “processos de gestão” aparece no topo dos itens divulgados, ocupando o primeiro lugar em Oliveira *et al.* (2006a) e o segundo lugar em Gomes *et al.* (2007). A informação relativa a “patentes” e “direitos de autor” é a menos divulgada em ambos os estudos.

Existem diversos factores que permitem explicar a divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual em Portugal. Oliveira *et al.* (2006a) verificam que as empresas de maior dimensão, com menor concentração da estrutura accionista, mais intensivas em tecnologia e auditadas por uma das Big4⁹, apresentam maiores níveis de divulgação.

⁹ - A expressão “Big4” é utilizada para designar um grupo internacional de quatro empresas prestadoras de serviços que são responsáveis pela auditoria de uma vasta maioria das empresas cotadas em bolsa e das

Os autores constataam ainda uma influência moderada do estado da cotação da empresa, que suporta a hipótese de que as empresas que tenham simultaneamente acções admitidas à cotação em Portugal e em mercados estrangeiros apresentam maiores níveis de divulgação. As variáveis endividamento, rendibilidade e internacionalização da empresa provaram não estar estatisticamente relacionadas com o nível de divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual.

Quanto à importância da informação sobre os intangíveis para o mercado de capitais, Oliveira *et al.* (2006b) evidenciam que para o mercado de capitais português continua a ser relevante a informação contabilística dita tradicional como os activos, passivos, capital próprio e resultados. Os activos intangíveis reconhecidos contabilisticamente só são relevantes quando a informação sobre activos e passivos contabilísticos é combinada com informação sobre os resultados. Das categorias de intangíveis reconhecidas contabilisticamente, o *goodwill* gerado externamente é o mais relevante. Os autores constataam ainda que os investidores nacionais parecem ter em consideração a potencial presença de activos intangíveis não reconhecidos contabilisticamente.

Como se constata, a literatura é rica na apresentação de estudos sobre a temática da divulgação de informação sobre Capital Intelectual. Cada um dos estudos fornece um novo contributo para a compreensão do fenómeno, mesmo quando os resultados se assumem contraditórios ou insuficientes. A multiplicidade de estudos já existente não condiciona esta investigação, mas antes fornece o enquadramento teórico e a contextualização necessária à compreensão dos resultados obtidos.

principais empresas privadas de todo o Mundo. As empresas são a PricewaterhouseCoopers, a Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst&Young e a KPMG. Estas 4 empresas encontram-se representadas em Portugal.

5. Desenvolvimento das Hipóteses de Estudo

Um dos objectivos traçados para esta investigação é a identificação dos factores que influenciam a divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual nas empresas portuguesas. Tal como verificado nos capítulos anteriores, as motivações podem ser explicitadas por diversas teorias, cada uma apresentando o mesmo fenómeno mas sob uma diferente perspectiva. O suporte teórico a esta investigação será o Enquadramento do Custo – Benefício da divulgação, segundo o qual as empresas terão incentivo em divulgar voluntariamente informação quando os benefícios da divulgação adicional superarem os respectivos custos. A opção por este tipo de enquadramento baseia-se em dois motivos. Primeiro, a sua abrangência, dado que permite que sejam abarcadas outras teorias, assim introduzindo parte da complementaridade necessária à explicação global do fenómeno (Campbell, 2000). Segundo, porque tanto quanto se sabe, este enquadramento nunca foi utilizado em estudos da temática do Capital Intelectual, embora tenha sido utilizado em estudos da divulgação voluntária de informação ambiental e social (p.e. em Cormier e Magnan (2003) e Depoers (2000)).

O desenvolvimento das hipóteses de estudo teve em consideração os benefícios e custos associados à divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual expressos pelas diferentes teorias, sendo expectável que quanto maiores os benefícios e menores os custos associados, maior será a divulgação voluntária de informação sobre o Capital Intelectual.

5.1. Dimensão

As empresas de maior dimensão estão sujeitas a maior visibilidade social e mais expostas a ataques políticos sob a forma de pressão de exercício de responsabilidade social ou maior regulação tal como controlo de preços ou maiores taxas de imposto (Garcia-Meca *et al.*, 2005), pelo que têm incentivo em divulgar informação para mitigar os custos políticos de que são alvo. Por outro lado, as empresas de maior dimensão têm geralmente maior proporção de financiamento por capitais alheios, o que aumenta os custos de agência decorrentes da relação entre credores e a empresa (Li *et al.*, 2007), pelo que têm incentivo em divulgar informação por forma a reduzir a assimetria de informação e assim reduzirem o custo de obtenção de capital (Botosan, 1997). Desta

forma, é expectável que as empresas de maior dimensão divulguem mais informação sobre Capital Intelectual como forma de reduzir os custos políticos que suportam e aumentar a captação externa de capital a um menor custo (Li *et al.*, 2007). Baseado nestas proposições, a seguinte hipótese é formulada:

Hipótese 1 (H_1): Existe uma associação positiva entre a dimensão da empresa e a divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual.

5.2. Estrutura Accionista

As empresas com estruturas accionistas difusas incorrem em custos de agência e de assimetria de informação decorrentes da separação entre a gestão e a propriedade da empresa. A Teoria da Agência e a Teoria Positiva da Contabilidade sugerem que quanto maior a dispersão de capital maiores as pressões exercidas pelos accionistas para a prática de divulgações mais abrangentes que permitam minimizar aqueles custos. Pelo contrário, em empresas com estruturas accionistas concentradas, os accionistas têm poucos incentivos em exigir divulgações adicionais de informação dado que os accionistas maioritários tipicamente têm acesso a toda a informação relevante para a sua tomada de decisão.

Assim sendo, espera-se que empresas com estruturas accionistas mais difusas divulguem voluntariamente mais informação sobre Capital Intelectual, como forma de reduzir os custos de agência que lhe estão inerentes. A seguinte hipótese é então formulada:

Hipótese 2 (H_2): Existe uma associação positiva entre a dispersão da estrutura accionista da empresa e a divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual.

5.3. Endividamento

As organizações com maior nível de endividamento apresentam maiores responsabilidades para com os seus credores e estas responsabilidades vão para além do mero pagamento atempado da dívida. A existência de assimetria de informação entre

accionistas e credores conduz a que exista risco adicional associado à concessão da dívida, pelo que é frequente que os credores exijam a prestação de informação de diversas naturezas como forma de avaliar o risco de transferência de riqueza entre credores e accionistas. A divulgação voluntária de informação permite reduzir a assimetria de informação entre accionistas e credores, ao mesmo tempo que reduz o custo do endividamento (Sengupta, 1998). Desta forma, é formulada a seguinte hipótese:

Hipótese 3 (H₃): Existe uma associação positiva entre o nível de endividamento da empresa e a divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual.

5.4. Rendibilidade

A Teoria da Sinalização sugere que as boas empresas têm benefícios em sinalizar ao mercado as suas boas qualidades de forma a diferenciarem-se das restantes empresas e assim permitirem que o mercado avalie melhor a sua capacidade de criação de riqueza. Neste sentido, as empresas de maior rendibilidade tenderão a divulgar mais informação de forma a publicitar as suas boas qualidades e assim destacar-se no mercado. Também os gestores dessas empresas têm incentivos em divulgar informação ao mercado para justificar a sua actual posição e pacote salarial. Um maior nível de rendibilidade pode ainda conduzir a elevados custos políticos, na medida em que elevados resultados conduzem a maiores pressões sociais e políticas e estes, por sua vez, podem ser mitigados com a divulgação voluntária de informação. A hipótese associada à rendibilidade é formulada como se segue:

Hipótese 4 (H₄): Existe uma associação positiva entre o nível de rendibilidade da empresa e a divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual.

5.5. Indústria

As empresas de determinada indústria enfrentam circunstâncias específicas que podem influenciar as suas práticas de divulgação, pelo que é introduzida a variável indústria como uma variável de controlo. Os resultados dos estudos empíricos demonstram que não é possível retirar uma conclusão quanto ao sentido dos efeitos do tipo de indústria

no nível de divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual. Enquanto alguns autores encontram um efeito positivo do tipo de indústria no nível de divulgação de informação sobre Capital Intelectual (Williams, 2001; Bukh *et al.*, 2005), outros não encontram correlações estatisticamente significativas entre as duas variáveis (García-Meca *et al.*, 2005; García-Meca e Martínez, 2005). Uma das razões para a discrepância de conclusões deve-se às reduzidas amostras que normalmente são usadas nesses estudos (Li *et al.*, 2007).

As Teorias dos *Proprietary Costs*, Positiva da Contabilidade, Sinalização e Legitimidade, conferem o enquadramento teórico à hipótese levantada. Os *proprietary costs* e os custos políticos variam com a indústria em que a empresa se insere e tendem a ser comuns a todas as empresas da mesma indústria, pelo que os incentivos de divulgação são igualmente comuns. Por outro lado, quando uma das empresas da indústria decide divulgar informação ao mercado, gera-se um efeito imitador por parte das restantes organizações da mesma indústria, como forma de sinalizarem ao mercado que se encontram em posições igualmente favoráveis (Beattie e Thomson, 2007; Petty e Cuganesan, 2005). Finalmente, a divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual tende a estar relacionada com a indústria devido ao efeito legitimador da divulgação. De acordo com Petty e Cuganesan (2005), as empresas que não acompanham o fenómeno da divulgação correm o risco de criarem um desfazamento de legitimidade. Tendo em consideração a multiplicidade de resultados associados à variável indústria, é formulada a seguinte hipótese:

Hipótese 5 (H₅): O nível de divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual está relacionado com o tipo de indústria em que a empresa se insere.

5.6 Tipo de Auditor

A auditoria pode ser encarada como um mecanismo de redução dos custos de agência, mitigando a assimetria de informação (Watts e Zimmerman, 1979) e aumentando a credibilidade da informação divulgada. As grandes empresas de auditoria (também conhecidas como as Big4) incitam os seus clientes a terem práticas de divulgação mais recorrentes e abrangentes, de forma a manterem a sua reputação e a desenvolverem as

suas competências. Por outro lado, e uma vez que não se encontram dependentes de um conjunto reduzido de clientes, como acontece no caso das empresas de auditoria de menor dimensão, têm maior autonomia para aconselhar os seus clientes a divulgarem maior volume e abrangência de informação (Barako *et al.*, 2006; Oliveira *et al.*, 2006a).

É então esperado que as empresas auditadas por uma das Big4 apresentem maiores níveis de divulgação de informação sobre Capital Intelectual. A hipótese associada a esta variável é formulada como se segue:

Hipótese 6 (H₆): Empresas auditadas por uma das Big4 divulgam mais informação sobre Capital Intelectual.

5.7. Nível de Capital Intelectual

As empresas que concentram as suas vantagens competitivas em recursos de natureza intelectual, isto é, que apresentam um elevado nível de Capital Intelectual, não conseguem transmitir o seu verdadeiro valor através das demonstrações financeiras tradicionais. A existência de um conjunto de normas contabilísticas que implica o cumprimento de certos requisitos para que um recurso possa ser reconhecido contabilisticamente como activo, conduz a que as empresas apresentem demonstrações financeiras desfasadas da realidade, subavaliando assim o seu verdadeiro valor. Desta feita, as empresas têm incentivos em divulgar voluntariamente informação sobre o seu Capital Intelectual que permita demonstrar ao mercado a sua verdadeira capacidade de criação de valor. O incentivo à divulgação voluntária de informação será tanto maior quanto maior for o nível de Capital Intelectual da empresa.

A hipótese levantada é suportada por um diverso conjunto de teorias. A Teoria da Legitimidade sugere que as empresas com elevados níveis de Capital Intelectual têm mais incentivos em divulgar informação sobre o seu Capital Intelectual, uma vez que não conseguem legitimar o seu estatuto através dos símbolos tradicionais de sucesso (Guthrie *et al.*, 2004). Também a Teoria dos *Stakeholders* confere suporte teórico à hipótese levantada. De acordo com esta teoria, os utilizadores das demonstrações financeiras esperam que as empresas divulguem informação sobre os activos mais

importantes da empresa. Como tal, as empresas que alicerçam a sua actividade em activos de natureza intelectual tenderão a divulgar mais informação sobre esses activos de forma a fundamentar as decisões tomadas pelos seus *stakeholders*. A hipótese é ainda suportada pela Teoria da Sinalização, a qual sugere que as boas empresas têm incentivo em sinalizar ao mercado as suas boas qualidades de forma a se diferenciarem das outras empresas. Os activos de natureza intelectual não são geralmente reconhecidos nas demonstrações financeiras pelo que as empresas com elevados níveis de Capital Intelectual têm incentivos em divulgar voluntariamente informação de forma a mostrarem as suas boas qualidades e assim estarem sujeitas a uma mais correcta avaliação por parte do mercado. A credibilidade do sinal é garantida pela existência de custos associados à divulgação de informação e pela necessidade desta informação ser auditada juntamente com as restantes demonstrações financeiras. Finalmente, a hipótese é suportada pela Perspectiva Baseada nos Recursos, porque as empresas que apresentam maiores níveis de Capital Intelectual têm incentivos em divulgar voluntariamente informação sobre os recursos susceptíveis de gerar vantagens competitivas, isto é, sobre o seu Capital Intelectual.

O nível de Capital Intelectual é tipicamente uma variável de controlo, na medida em que não estando associado ao suporte teórico escolhido, Enquadramento do Custo – Benefício, influencia o nível de divulgação voluntária de informação sobre o Capital Intelectual. É então formulada a seguinte hipótese:

Hipótese 7 (H₇): Existe uma associação positiva entre o nível de Capital Intelectual e a divulgação de informação sobre Capital Intelectual.

A tabela 1 em baixo sintetiza as hipóteses em estudo bem como a relação esperada com a variável divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual.

H_x	Variável	Formulação Hipótese	Relação Esperada
H₁	Dimensão da Empresa	Existe uma associação positiva entre a dimensão da empresa e a divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual.	(+)
H₂	Dispersão da Estrutura Accionista	Existe uma associação positiva entre a dispersão da estrutura accionista da empresa e a divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual.	(+)
H₃	Endividamento	Existe uma associação positiva entre o nível de endividamento da empresa e a divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual.	(+)
H₄	Rendibilidade	Existe uma associação positiva entre o nível de rendibilidade da empresa e a divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual.	(+)
H₅	Indústria	O nível de divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual está relacionado com o tipo de indústria em que a empresa se insere.	(+) / (-)
H₆	Tipo de Auditor	Empresas auditadas por uma das Big4 divulgam mais informação sobre Capital Intelectual.	(+)
H₇	Nível de Capital Intelectual	Existe uma associação positiva entre o nível de Capital Intelectual e a divulgação de informação sobre Capital Intelectual.	(+)

Tabela 1. Resumo das Hipóteses

As variáveis apresentadas compreendem os três tipos de factores explicativos da divulgação apresentados por Lang e Lundholm (1993). As variáveis dimensão, dispersão da estrutura accionista e endividamento enquadram-se nas variáveis estruturais. As variáveis indústria, tipo de auditor e nível do Capital Intelectual são incorporadas nas variáveis de mercado. Finalmente, a variável rendibilidade é uma variável de desempenho.

6. Metodologia de Análise

Este capítulo pretende explicitar a metodologia de análise utilizada na recolha de dados. O primeiro ponto trata da análise de conteúdo e das escolhas que lhe estão subjacentes, nomeadamente qual a unidade de análise e de mensuração utilizada, quais os documentos analisados e o método de construção do índice de divulgação. Será ainda efectuada uma breve apresentação das limitações da análise de conteúdo e dos testes efectuados de forma a eliminar parte da subjectividade inerente a este método. No segundo ponto, serão apresentadas as definições operacionais das variáveis explicativas do modelo. Finalmente, no terceiro ponto é definida a amostra e efectuada a sua caracterização.

6.1. Método de Pesquisa

6.1.1. O Índice de Divulgação

Diversos estudos de divulgação de informação sobre Capital Intelectual têm utilizado a ferramenta de análise de conteúdo como método de pesquisa para capturar e organizar os dados empíricos (por exemplo, Guthrie e Petty, 2000; Brennan, 2001; Bozzolan *et al.*, 2003; Abeysekera e Guthrie, 2005; Petty e Cuganesan, 2005; Oliveira *et al.*, 2006a).

A análise de conteúdo é uma técnica de recolha de dados que envolve a codificação de informação qualitativa e quantitativa em categorias predefinidas de forma a identificar tendências na apresentação e na divulgação da informação (Guthrie *et al.*, 2004). Para um determinado documento, é contado o número de vezes que dado item aparece ou a dimensão do espaço que ocupa, sendo classificado cada item numa determinada categoria. Quantas mais vezes aparecer ou quanto mais espaço ocupar, mais relevante é o item em causa, pelo que a sua frequência determina a sua relevância (Unerman, 2000).

Uma das decisões inerentes ao método da análise de conteúdo é a escolha da unidade de análise. Existem diversas unidades possíveis, sendo as mais utilizadas a palavra, a frase, o parágrafo, a proporção de página ou a detecção da presença/ ausência de determinado indicador. A utilização da palavra justifica-se pelo detalhe com que esta informação é recolhida. Em defesa da utilização da frase, refere-se, por um lado, a maior precisão com que as frases são contadas face às palavras, e, por outro, a existência de

significado, algo que as palavras de forma isolada não comportam (Guthrie *et al.*, 2004; Unerman, 2000). Guthrie *et al.* (2004) consideram ainda que a utilização do parágrafo é mais apropriada do que a palavra ou a frase, pois só neste é que o significado se encontra claramente definido e assim evita-se que diferentes utilizações da gramática possam conduzir a um maior volume de divulgação. Já Unerman (2000) constata que as medidas anteriores não abrangem a divulgação em formatos não narrativos, como é o caso de fotografias, gráficos e quadros, e somente a proporção de página permite a sua consideração. Finalmente, o uso da presença / ausência de dado item é defendido por se tratar da forma mais simples de conduzir uma análise de conteúdo, permitindo apreender a variedade da divulgação mas não o seu volume (Haniffa e Cooke, 2005).

Neste estudo optou-se por utilizar como unidade de análise a presença / ausência de determinado indicador. A utilização desta medida é justificada pela natureza exploratória do estudo e pelos objectivos que foram traçados no início da investigação. Pretende-se analisar tendências e padrões e não obter uma mensuração da divulgação. Acresce ainda o facto de se tratar da forma mais simples de efectuar análise de conteúdo (Haniffa e Cooke, 2005) e a sua utilização com sucesso em diversos estudos da mesma natureza (Guthrie e Petty, 2000; Brennan, 2001; April *et al.*, 2003; Bukh *et al.*, 2005).

Este tipo de unidade de análise é utilizado juntamente com um índice de divulgação, o qual se baseia na construção de uma lista predefinida de possíveis indicadores a serem divulgados (Bukh *et al.*, 2005). Através da condução de uma análise de conteúdo aos documentos publicados, é possível verificar a inclusão ou não dos diversos itens da lista e assim calcular um índice de divulgação de cada empresa através do quociente número de itens divulgados sobre o número total de itens possíveis de divulgação. Quanto maior este rácio, maior a divulgação.

A criação do índice pressupõe então a definição dos itens que são susceptíveis de divulgação. A literatura não oferece nenhuma linha orientadora de como seleccionar os indicadores (Bukh *et al.*, 2005), embora se possa afirmar que a lista de indicadores mais utilizada é a que deriva do estudo de Guthrie e Petty (2000). Estes autores definiram uma lista de 24 subcategorias que cobrem as três categorias de Capital Intelectual do

modelo de compreensão e divulgação de Capital Intelectual de Sveiby (1997), nomeadamente, o Capital Interno, o Capital Externo e o Capital Humano. Desde então, esta lista, quer na sua forma original quer num formato adaptado, tem sido utilizada em diversos estudos, como é o caso de Bozzolan *et al.* (2003) na Itália, Brennan (2001) na Irlanda, Guthrie *et al.* (2006) em Hong-Kong e na Austrália, Miller e Whiting (2005) na Nova Zelândia e April *et al.* (2003) na África do Sul.

Tendo em consideração a multiplicidade de estudos que utilizaram o enquadramento de Guthrie e Petty (2000) e a simplicidade dessa lista (Milne e Adler (1999) referem que à medida que o número de categorias aumenta, aumenta também o potencial de erros na codificação), será utilizada nesta investigação uma variante da listagem de indicadores apresentada por aqueles autores. A tabela 2 em baixo ilustra os indicadores utilizados:

Capital Interno	Capital Externo	Capital Humano
<u>Propriedade Intelectual:</u>	Marcas	<i>Know-How</i>
Patentes	Consumidores	Educação /Formação
Direitos de Autor	Lealdade dos consumidores	Trabalhadores
Trademarks	Nomes de empresas	Conhecimento relacionado com o trabalho
<u>Activos de infra-estrutura:</u>	Canais de distribuição	Competências relacionadas com o trabalho
Filosofia de Gestão	Acordos de colaboração	Espírito empreendedor
Cultura organizacional	Acordos de licenciamento/Certificações	
Processos de Gestão	Contratos favoráveis	
Sistemas de Informação	Acordos de franchising	
Sistemas de rede	Prémios / Distinções	
Relações Financeiras		

Tabela 2. Lista de indicadores de Capital Intelectual

A lista de indicadores desta investigação difere da de Guthrie e Petty (2000) em quatro aspectos. Primeiro, foi incorporada a subcategoria “Qualificações Vocacionais” na subcategoria “Educação”, dando lugar a uma nova subcategoria: “Educação / Formação”. As qualificações vocacionais são referenciais de formação específicos para cada profissão definidos a nível macroeconómico e que visam que cada pessoa tenha as competências necessárias ao exercício da sua profissão. Em Portugal, só começaram a ser definidos referenciais de formação nos finais de 2007¹⁰, pelo que os Relatórios e Contas de 2006 não podiam incorporar esta informação. Por outro lado, e tendo em

¹⁰ - Em Portugal, nos finais de 2007, foi criada a Agência Nacional para a Qualificação (ANQ) e o Catálogo Nacional de Qualificações, os quais pretendem coordenar a execução das políticas de educação e formação profissional de jovens e adultos e assegurar o desenvolvimento e a gestão do sistema de reconhecimento, validação e certificação de competências (www.anq.gov.pt).

consideração que aquele indicador pretendia abranger a divulgação de informação sobre a formação específica dada aos colaboradores, o indicador “Educação / Formação” assume-se como um bom substituto.

Em segundo lugar, foi criada a subcategoria “Trabalhadores” à semelhança do efectuado por Bozzolan *et al.* (2003), de forma a incorporar a informação relativa ao perfil dos trabalhadores, que de outra forma não seria considerada.

Foi também alterado o âmbito da subcategoria “Acordos de Licenciamento”, a qual passou a incorporar as certificações que a entidade possa ter e que contribuam para uma melhor relação com clientes e fornecedores.

Por último, foi acrescentada a subcategoria “Prémios / Distinções” dado que esta informação não era passível de ser enquadrada em nenhuma das subcategorias existentes.

Estudos anteriores não explicitam de forma clara as regras de codificação usadas para afectar a informação às subcategorias definidas (Beattie e Thomson, 2007), pelo que se torna difícil interpretar os resultados obtidos. De forma a garantir a capacidade de reprodução e comparação das diferentes investigações, é crucial que ocorra uma explicitação prévia de cada uma das subcategorias de forma a elucidar o potencial leitor do raciocínio adoptado pelo investigador no momento da codificação. Esta explicitação permite aumentar o grau de fiabilidade da investigação ao aumentar a sua capacidade de reprodução (Krippendorff, 1980). As subcategorias identificadas são de seguida explicitadas, recorrendo para tal a exemplos retirados dos Relatórios e Contas de 2006 das empresas em análise.

Capital Interno:

Subcategoria	Exemplos
<u>Propriedade Intelectual:</u>	
Patentes	Não foi encontrada qualquer referência
Direitos de Autor	Média Capital, pág. 48: "Assinale-se também no ano de 2006 a assinatura dos primeiros contratos em regime de "Full Contract Rights" que prevêm não só a edição discográfica, mas também a produção e venda de espectáculos do mesmo artista, e também o arranque da unidade de <i>Publishing</i> e <i>New Media</i> (Gestão de direitos de autor e venda de conteúdos em formato digital, toques de telemóvel, etc.), estando assim reunidas as condições para fazer em 2007 uma real gestão a 360º dos artistas e conteúdos musicais contratados."
Trademarks	Média Capital, pág. 34: "Num conjunto de cerca de 15 marcas licenciadas, destacaram-se em 2006 as que estão ligadas à principal série infanto-juvenil da estação ("Morangos com Açúcar"), nomeadamente a marca "Morangos com Açúcar" e os artistas e bandas "D'ZRT", "FF" e "4Taste" que movimentam, no seu conjunto, aproximadamente 150 produtos e 300 referências comercializadas por cerca de 30 licenciados."
<u>Activos de infra-estrutura:</u>	
Filosofia de Gestão	Teixeira Duarte, pág. 05: "Hoje a realidade do GRUPO MOTA-ENGIL é diferente, mas baseia-se na mesma filosofia e, se hoje continuamos a ser uma empresa de sucesso, tal se deve essencialmente à qualidade dos nossos colaboradores, com a sorte de termos podido juntar duas culturas bem diferentes, mas muito complementares e unidas numa enorme vontade de vencer."
Cultura organizacional	Banif, pág. 4: "A este respeito, é de assinalar o progresso que tem vindo a ser alcançado na criação de uma cultura e espírito de Grupo que, cada vez mais, se torna uma realidade com resultados visíveis."
Processos de Gestão	Galp Energia (Rel. Sust.) pág. 50: "As actividades da Galp Energia em Investigação, Desenvolvimento e Inovação ("IDI") estão focadas na criação de valor para todas as partes interessadas, não só ao nível dos seus clientes, valorizando a sua satisfação e fidelização, como também a nível interno, no que diz respeito aos processos, procurando melhorias através da eficácia e eficiência nos procedimentos, acompanhando as melhores práticas e inovações do sector"; Ibersol, pág. 19: "Tratando-se de um conceito cujo crescimento e consolidação dependem fortemente da qualidade do produto e da eficiência do atendimento, o ano foi marcado pela melhoria dos processos de gestão, os quais irão permitir incrementos na qualidade da operação, eficiência de serviço e sensibilização para a segurança alimentar."
Sistemas de Informação	Ibersol, pág. 10: "Os sistemas de <i>Help Desk</i> e <i>EIS (Executive Information Systems)</i> continuaram a ser fundamentais na disponibilização da informação aos vários níveis da Organização, permitindo a tomada de decisões em tempo útil."
Sistemas de rede	Finibanco, pág. 38: "Refira-se, por fim, que se deu início ao processo de revisão global do desenho e do desempenho da área de telecomunicações, essencial ao sistema de informação e facilitador de oportunidades de negócios, por forma a permitir a integração da generalidade das instalações do Grupo num "edifício único virtual"."
Relações Financeiras	BES, pág.40: "As notações atribuídas pelas agências de <i>rating</i> internacionais ao Banco Espírito Santo reflectem a sua solidez financeira, fruto de uma estratégia de crescimento orgânico bem sucedida." Brisa, pág. 26: "Relativamente ao <i>rating</i> de crédito da empresa, enquanto a classificação A3 atribuída pela <i>Moody's Investors Service</i> ao risco de crédito da Brisa se manteve inalterada (desde 2003), a <i>Standard & Poor's</i> reviu em Novembro a sua classificação de A+ para A."

Capital Externo

Subcategoria	Exemplos
Marcas	Galp Energia, pág. 56: "A marca Galp Energia registou, em 2006, uma notoriedade total de 97,7% e foi-lhe concedido, com 60% dos votos, o estatuto de marca de confiança através do Estudo <i>European Trusted Brands</i> ."; BES (Rel. Sust.), pág. 23: "A marca Banco Espírito Santo é considerada um dos principais activos do Grupo, encontrando-se no centro da tangibilização da relação com os vários <i>Stakeholders</i> . A consistência da sua notoriedade tem contribuído de forma ímpar para o sucesso da estratégia do Grupo BES." Semapa, pág. 28: Consagrando-se como o papel de escritório mais vendido no mundo no segmento <i>premium</i> , o Navigator foi eleito como a marca com maior notoriedade e performance na Europa, pelo estudo de mercado realizado pela EMGE junto dos distribuidores de papel."
Consumidores	BES, pág.26: "a aposta na melhoria dos níveis de serviço traduz-se no resultado da auscultação dos níveis de satisfação, através de inquéritos de qualidade dirigidos aos Clientes, que tem revelado melhorias contínuas, reforçadas em 2006, com o peso dos Clientes muito satisfeitos com o atendimento a atingir os 86%, em linha com o nível de excelência exigido"
Lealdade dos consumidores	BES, pág. 49: "O BES tem consciência que ao incentivar uma maior fidelização dos Clientes obtém um melhor retorno financeiro traduzido numa maior captação de Clientes, numa maior colocação de produtos, e consequentemente um aumento da quota de mercado."; Média Capital, pág. 42: "Da mesma forma, esta série apresenta também valores de fidelidade (% da duração dos episódios vistos por cada espectador) invulgaes – normalmente acima dos 60% para os públicos jovens já referidos, e que demonstram bem a capacidade que os seus episódios têm em conservar a atenção dos jovens durante a exibição dos episódios para seguirem atentamente as aventuras e peripécias dos estudantes que frequentam a Escola dos Navegantes e o Colégio da Barra"
Nomes de empresas	BCP, pág. 65: "Na organização e montagem de programas de papel comercial, destacam-se os seguintes: REN – Rede Eléctrica Nacional (300 milhões de euros); Grupo Amorim (seis programas no montante total de 270 milhões de euros); Galp Energia (50 milhões de euros); Sociedade Francisco Manuel dos Santos SGPS (52 milhões de euros); PT SGPS (250 milhões de euros); Grupo Teixeira Duarte (2 programas no total de 75 milhões de euros); Solverde (15 milhões de euros); Sonae SGPS (750 milhões de euros) e para o Grupo Barraqueiro (30,5 milhões de euros); Impresa, pág. 9: "A nível de serviços prestados a terceiros, merecem destaque: Teresa Guilherme Produções, SA; SportTV; Produção de Eventos, como A Gala Oficial da Superliga (...)"
Canais de distribuição	Sumolis, pág. 18: "A evolução do volume de vendas pelos diferentes canais manteve a tendência dos anos mais recentes, registando crescimentos relevantes nas vendas para clientes do retalho alimentar moderno e para as contas nacionais horeca, enquanto que as operações directas de pré-venda, para o horeca e retalho alimentar independente, e as de canais indirectos, registaram ligeiros decréscimos. Em valor, todos os canais de venda registaram crescimentos com a excepção da pré-venda."
Acordos de colaboração	Galp Energia, pág. 36: "reforçou as suas parcerias, com destaque para a campanha "vice-versa" com a Sonae que permite obter descontos em compras"; Impresa, pág. 7: "Em 2006, a SIC Notícias conseguiu alcançar mais dois objectivos no seu processo de internacionalização: nos EUA, numa parceria com a SPTV e a <i>DishNetwork</i> , e em Cabo Verde, através de uma operação de IPTV da Cabo Verde Telecom."
Acordos de licenciamento / Certificações	Teixeira Duarte, pág. 39: "A CPE recebeu em Janeiro de 2007 a certificação em Sistema de Gestão da Qualidade pela norma ISO 9001:2000, através da empresa <i>Bureau Veritas Certification</i> "
Contratos favoráveis	Jerónimo Martins, pág. 105: "Por um lado, centraram-se esforços na conquista de novas representações e, nesse sentido, foi possível acrescentar ao actual portefólio uma marca de prestígio e com potencial de crescimento no mercado português – os chocolates Lindt."
Acordos de franchising	BES (Rel. Sust.), pág. 23: "a marca e o <i>franchise</i> Banco Espírito Santo explicam e sintetizam uma parte significativa do valor dos activos intangíveis que não se encontram reflectidos nos relatos financeiros."; Jerónimo Martins, pág. 103: "O ano de 2006 ficou ainda marcado pela finalização do processo que levou à atribuição do <i>masterfranchising</i> das lojas Olá, a nível nacional, à Jerónimo Martins Restauração e Serviços que, entretanto, passou a operar directamente a maior parte das lojas e quiosques da marca"
Prémios / Distinções	BCP, pág. 60: "No início de 2006, a Millennium bcp Fundos de Investimento foi distinguida com a atribuição do prémio Diário Económico/Standard & Poor's 2006 para a "Melhor Sociedade Gestora Nacional – Fundos Domésticos", distinção obtida pela segunda vez nas três edições deste prémio e do prémio para a "Melhor Sociedade Gestora de Acções – Fundos Domésticos"; Galp Energia, pág. 56: "A semelhança da Pluma, o <i>Hotspot</i> já conta com o prémio <i>If Product Design Award</i> um dos mais prestigiados galardões na área do design a nível mundial, atribuído pelo <i>International Forum Design</i> ."

Capital Humano

Subcategoria	Exemplos
<i>Know-How</i>	Jerónimo Martins, pág. 98: "À semelhança de anos anteriores, o desenvolvimento de recursos humanos continuou a estar entre a mais alta das prioridades da Companhia, por forma a sustentar o seu crescimento numa equipa de colaboradores motivada e detentora das mais elevadas e competências e <i>know-how</i> ."
Educação /Formação	Jerónimo Martins, pág. 136: "Para Jerónimo Martins, a aposta e o investimento no desenvolvimento profissional e pessoal dos colaboradores continua a ser a base para a construção de organizações diferenciadas num mercado cada vez mais competitivo, tornando-as mais eficientes e produtivas."
Trabalhadores	Galp Energia (Rel. Sust.) pág. 59: "A idade média dos colaboradores do Grupo, excluindo os trabalhadores das estações de serviço, é de 42 anos e a antiguidade média, para o mesmo universo, é de 15 anos."
Conhecimento relacionado com o trabalho	Salvador Caetano, pág. 12: "O mercado tem privilegiado a Salvador Caetano, nas obras de grande exigência, onde o conhecimento, capacidade técnica e meios ao dispor, tem sido um factor potenciador ao longo dos anos."
Competências relacionadas com o trabalho	BCP, pág.59: " (...) apoiados numa equipa com excelentes qualificações e competências a todos os níveis da organização" BES, pág.23: "O desenvolvimento de novas competências pelos Colaboradores do Grupo BES permite-lhes adquirir o <i>Know-how</i> necessário e acompanhar os novos desafios que são lançados continuamente ao Grupo, contribuindo não só para o aumento do valor tangível como também do seu valor intangível."
Espírito empreendedor	Sonae Indústria, pág. 19 "O sucesso do nosso crescimento e capacidade de criação de valor assenta no espírito empreendedor"

Tabela 3. Exemplos das subcategorias do índice de divulgação de informação sobre Capital Intelectual

Após a explicitação de cada uma das subcategorias, é necessário definir a forma de cálculo do índice de divulgação. Para cada uma das empresas da amostra serão analisados os seus documentos e será verificado se existem menções a cada uma das subcategorias definidas. Sempre que for encontrada, pelo menos, uma menção a uma subcategoria ser-lhe-á atribuído o valor 1. Quando não for encontrada qualquer referência ao indicador, este assume o valor 0. Justifica-se o uso de uma escala de 0 e 1, em vez de escalas mais amplas em que se tem em conta o formato da divulgação, pelo facto de estudos anteriores concluírem que os itens de Capital Intelectual são divulgados essencialmente sob a forma narrativa e não quantitativa (Brennan, 2001).

Uma vez que estamos perante um indicador de presença / ausência, o máximo valor que cada subcategoria pode assumir para cada empresa, é o valor 1. Quer isto dizer, que mesmo que o indicador seja divulgado várias vezes na mesma empresa, será considerado apenas uma vez. Para que os itens considerados comportem significado, serão apenas consideradas as menções que comportem uma frase completa ou uma expressão desde que esta comporte significado de forma isolada. Sempre que dois ou mais indicadores sejam mencionados na mesma frase, será considerado a menção de todos os indicadores, desde que a cada um esteja associado uma expressão com significado.

O cálculo do índice de divulgação (ID) pode ser sintetizado na seguinte fórmula:

$$ID = \sum_{i=1}^n di / N \quad \text{onde:}$$

$d_i = 1$, se o indicador i for divulgado

$d_i = 0$, se o indicador i não for divulgado

$i = 1 \dots n$, referindo-se a cada uma das subcategorias, num total de $N=25$

6.1.2. A Escolha dos Documentos a Analisar

Um passo importante em qualquer estudo de análise de conteúdo é a definição de quais os documentos a analisar (Unerman, 2000; Krippendorff, 1980). Preferencialmente, deveriam ser estudados todos os documentos constantes dos meios de comunicação utilizados pela empresa (Guthrie *et al.*, 2004), pois só assim seria possível abarcar a totalidade das comunicações e divulgações efectuadas. Todavia, é evidente que esta tarefa seria difícil de concretizar quer pelo elevado consumo de tempo, quer por ser difícil de garantir o acesso a todos os documentos divulgados pela empresa.

Desta forma, é necessário que nesta fase o investigador opte por um ou mais documentos dentre um grande conjunto de divulgações efectuadas. O Relatório e Contas anualmente divulgado pela empresa tem sido a publicação preferencialmente escolhida nos estudos de investigação sobre Capital Intelectual (por exemplo Guthrie e Petty, 2000; Abeysekera e Guthrie, 2005; Bozzolan *et al.*, 2003, Oliveira *et al.*, 2006a e Williams, 2001). Para Unerman (2000), tal escolha deriva desta publicação constituir a principal fonte de comunicação da entidade, ser amplamente divulgada, conter informação considerada relevante pela administração, ser produzida de forma regular e ser virtualmente impossível garantir que se utiliza toda a informação divulgada pela empresa, pelo que este se assume como um bom substituto. Também Miller e Whiting (2005) concordam quanto à utilização do Relatório e Contas, pois consideram que estes são facilmente obtidos, distribuídos de forma generalizada e a empresa tem capacidade de controlo sobre o seu conteúdo.

Por tudo o que foi referido acima, considera-se que o Relatório e Contas é a publicação que melhor reúne as divulgações da empresa. Trata-se de um documento de acesso

generalizado e que reflecte de forma inequívoca as escolhas da gestão. Adicionalmente, é o documento preferencialmente utilizado pelas instituições financeiras e pelos analistas para avaliarem a posição económica e financeira da empresa. Lang e Lundholm (1993) suportam esta escolha ao referirem que o nível de divulgação constante nos Relatórios e Contas está positivamente correlacionado com a informação publicada pelos diferentes meios de comunicação, o que faz com que estes sejam uma boa aproximação à totalidade da informação divulgada pela empresa.

É no entanto importante destacar que, sendo o objectivo do estudo a divulgação voluntária de informação, deverá ser filtrada e ignorada a informação constante no Relatório e Contas que tenha sido produzida com o mero intuito de respeitar normas contabilísticas e legais. A melhor forma de o fazer é ter em conta apenas as componentes deste documento que são produzidos com carácter marcadamente voluntário.

O Relatório e Contas é constituído pelos seguintes componentes: Relatório de Gestão, Balanço, Demonstrações dos Resultados, Demonstração dos Fluxos de Caixa e notas com o resumo das principais políticas contabilísticas utilizadas e outras notas explicativas. Alguns relatórios comportam ainda um capítulo sobre o Governo das Sociedades e um Relatório de Sustentabilidade.

De todos aqueles documentos, o Relatório de Gestão é a peça contabilística que melhor satisfaz, quer as virtudes anteriormente atribuídas aos Relatórios e Contas (regularidade, acesso generalizado, transmissor da opinião da gestão), quer a característica de voluntariedade na informação divulgada.

Em Portugal, o Relatório de Gestão é regulamentado pelo Código das Sociedades Comerciais (CSC) e pela Norma Internacional de Contabilidade nº 1 (IAS 1). O CSC contém dois artigos, o 66º para empresas que apresentam contas individuais e o 508º para sociedades obrigadas à consolidação de contas. O texto dos dois artigos é bastante semelhante e do qual se depreende que o Relatório de Gestão deve conter “*uma exposição fiel e clara da evolução dos negócios, do desempenho e da posição*” da

sociedade, “*bem como uma descrição dos principais riscos e incertezas*” com que a mesma se defronta. Adicionalmente, quando necessário, este deve conter “*referências de desempenho não financeiras relevantes para as actividades específicas*” da sociedade, “*incluindo informação sobre questões ambientais e questões relativas aos trabalhadores*”.

Por sua vez, a IAS 1 refere que este relatório pode incluir os “*principais factores e influências que determinam o desempenho financeiro (...) e a política de investimentos*”. Pode ainda incluir as fontes de financiamento e “*os recursos da entidade não reconhecidos no balanço de acordo com as IFRS’s*”.

Da leitura de ambos os normativos, entende-se que a natureza da informação contida no Relatório de Gestão é essencialmente voluntária, sendo explicitado que qualquer recurso que se assuma relevante para a entidade mas não seja reconhecido no Balanço, como é o caso do Capital Intelectual, pode ser divulgada naquele documento. Este facto, aliado à existência de regras mais restritas quanto ao conteúdo das restantes componentes das demonstrações financeiras leva a que o Relatório de Gestão seja considerado a ferramenta preferencial para a divulgação de informação sobre Capital Intelectual. Como tal, esta será a fonte de informação escolhida para esta dissertação. Adicionalmente, serão também analisados os outros documentos que façam parte do Relatório e Contas da empresa que não tenham carácter obrigatório, como é o caso do Relatório de Sustentabilidade. Serão assim deixados de fora as Demonstrações Financeiras, as notas explicativas e o capítulo referente ao Governo da Sociedade¹¹.

6.1.3. Limitações da Análise de Conteúdo

Apesar da sua utilização intensiva nos últimos anos em estudos de informação social e ambiental, a análise de conteúdo contempla algumas limitações. Petty e Cuganesan (2005) salientam que se trata de uma ferramenta estática que apenas permite saber o que acontece em dado momento temporal, mas não indicia a estratégia futura da empresa.

¹¹ - O artigo 245º – A do Código dos Valores Mobiliários e o Regulamento da CMVM nº7/2001 estabelecem de forma detalhada qual a informação a divulgar sobre a estrutura e práticas do governo societário, sendo o Relatório do Governo da Sociedade, basicamente, uma declaração de cumprimento aos requisitos estabelecidos naqueles artigos.

Por outro lado, Abeysekera (2006) e Yongvanich e Guthrie (2005) consideram que a subjectividade da codificação é uma forte limitação da análise de conteúdo, dado que o método está bastante dependente da integridade do seu codificador. Guthrie *et al.* (2004) referem também a dificuldade de saber a que atribuir maior ênfase, se à qualidade ou à quantidade da informação. Abeysekera (2006) refere ainda que a escolha da amostra pode condicionar os resultados, ao serem excluídas aquelas empresas que à partida têm menores índices de divulgação, quando se escolhe a amostra a partir da dimensão.

A solução da literatura para colmatar algumas daquelas limitações é introduzir mecanismos que garantam a fiabilidade na recolha da informação. A fiabilidade dos estudos de análise de conteúdo depende de duas questões. A primeira relaciona-se com a existência de um sistema de codificação com regras prévia e claramente definidas que facilite a tomada de decisões de codificação. A segunda questão refere-se à necessidade de demonstrar a consistência das decisões de codificação através da utilização de múltiplos codificadores, codificações em diferentes momentos no tempo e resolução de qualquer inconsistência nessas codificações (Beattie e Thomson, 2007; Krippendorff, 1980).

Importa assim definir quais os mecanismos que garantirão a fiabilidade desta investigação. A existência de múltiplos codificadores é impossibilitada desde logo pela natureza do estudo em causa. Trata-se de uma tese de mestrado pelo que apenas contempla um investigador. Todavia, de acordo com Haniffa e Cooke (2005) e Milne e Adler (1999), a existência de apenas um codificador, desde que sujeito a um período suficiente de formação na recolha de dados, permite garantir a consistência da informação. Adicionalmente, numa fase prévia à recolha dos dados foram analisados dois Relatórios de Gestão em dois momentos de tempo diferentes. Qualquer diferença entre a recolha efectuada nesses dois momentos foi analisada de forma a eliminar inconsistências na codificação da informação e assim garantir a estabilidade da informação (Krippendorff, 1980).

A fiabilidade desta investigação decorre ainda da existência de um instrumento de codificação com regras bem definidas (Milne e Adler, 1999), como aquele que foi explicitado nos pontos anteriores. Tendo em conta os procedimentos efectuados, acredita-se na correcção e na capacidade de reprodução dos resultados obtidos.

6.2. Variáveis Explicativas

Um passo igualmente importante numa investigação é a definição operacional das variáveis explicativas do modelo. A tabela 4 ilustra para cada uma das hipóteses identificadas no capítulo 5, a variável explicativa, a formulação da hipótese que lhe está associada e a definição operacional da variável. É possível ainda verificar qual a fonte de recolha de dados para cada uma, bem como outros estudos que utilizaram a mesma definição operacional.

H _x	Variável	Formulação Hipótese	Definição Operacional	Designação	Fonte	Utilizada por:
H ₁	Dimensão da Empresa	Existe uma associação positiva entre a dimensão da empresa e a divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual.	Logaritmo do activo líquido	Ln_AL	Relatório e Contas 2006 – Balanço	Oliveira <i>et al.</i> (2006a); Barako <i>et al.</i> (2006) e Williams (2001)
H ₂	Concentração da Estrutura Accionista ¹²	Existe uma associação negativa entre a concentração da estrutura accionista da empresa e a divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual.	Número de acções que constituem as participações qualificadas (accionistas com direito de voto > 2%) / N° total de acções com direito de voto	CEA	Relatório e Contas 2006 – Capítulo Governo da Sociedade	Li <i>et al.</i> (2007); Firer e Williams (2005) e Barako <i>et al.</i> (2006)
H ₃	Endividamento	Existe uma associação positiva entre o nível de endividamento da empresa e a divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual.	<i>Debt to Equity Ratio</i> = passivo/capital próprio	P_CP	Relatório e Contas 2006 – Balanço	Oliveira <i>et al.</i> (2006a) e García-Meca e Martínez (2005)
H ₄	Rendibilidade	Existe uma associação positiva entre o nível de rendibilidade da empresa e a divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual.	ROA = resultado antes impostos/ activo líquido	ROA	Relatório e Contas 2006 – Balanço e Demonstrações dos Resultados	Oliveira <i>et al.</i> (2006a)

¹² - A hipótese H₂ referida no capítulo 5 referia dispersão da estrutura accionista e não a concentração. Todavia, tendo em conta a maior facilidade na recolha dos dados relativos à concentração, foi decidido utilizar esta variável e trocar o sinal esperado da hipótese.

H _x	Variável	Formulação Hipótese	Definição Operacional	Designação	Fonte	Utilizada por
H ₅	Indústria	O nível de divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual está relacionado com o tipo de indústria em que a empresa se encontra.	9 Variáveis <i>dummy</i> para reflectir cada uma das indústrias da amostra	I	Sítio da Euronext (www.euronext.com)	Li <i>et al.</i> (2007)
H ₆	Tipo de Auditor	Empresas auditadas por uma das Big4 divulgam mais informação sobre Capital Intelectual.	<i>Dummy</i> que assume o valor 1 se empresa é auditada por uma das Big4 e 0, caso contrário	TA	Relatório e Contas 2006 – Certificação Legal de Contas	Oliveira <i>et al.</i> (2006a) e Barako <i>et al.</i> (2006)
H ₇	Nível de Capital Intelectual	Existe uma associação positiva entre o nível de Capital Intelectual e a divulgação de informação sobre Capital Intelectual.	Capitalização bolsista / capital próprio	HV	Relatório e Contas 2006; Sítio da Euronext (www.euronext.com)	Miller e Whiting (2005) e Li <i>et al.</i> (2007)

Tabela 4. Definição operacional das variáveis explicativas

A escolha de cada uma das *proxies* teve por base a tentativa de aproximação mais fiável à variável em análise. A escolha efectuada é ainda suportada pela existência de outros estudos da mesma temática que utilizaram *proxies* idênticas. É no entanto importante reforçar os motivos que levaram à escolha das definições operacionais das variáveis Concentração da Estrutura Accionista, Indústria e Nível de Capital Intelectual. A escolha do rácio total de acções detidas pelos detentores de participações qualificadas sobre o total de acções da empresa como *proxy* da concentração da estrutura accionista deriva da associação de participação qualificada a accionista de referência. Desta forma, foi utilizado um critério objectivo de selecção dos accionistas de referência da empresa, evitando que fosse utilizado um critério mais subjectivo como a consideração dos três ou cinco maiores accionistas, como efectuado em alguns estudos anteriores.

Em relação à variável indústria, optou-se por utilizar 9 variáveis *dummy* que reflectissem as indústrias existentes em Portugal, conforme o nível 1 do *Industry Classification Benchmark* (ICB)¹³. A opção por esta definição operacional da variável indústria em vez de utilizar uma separação de empresas de elevada tecnologia e

¹³ - O *Industry Classification Benchmark* (ICB) foi lançado em Janeiro de 2005 pelos índices FTSE e Dow Jones em substituição do *FTSE Global Classification System*. Este esquema de classificação sectorial abrange cerca de 50.000 empresas e divide as empresas em 4 esquemas de classificação: 10 indústrias, 18 grandes sectores, 39 sectores e 104 subsectores. Este é o esquema de classificação oficial utilizado pela Euronext a partir de 2 de Janeiro de 2006 nos mercados de Amesterdão, Bruxelas, Paris e Lisboa.

empresas de baixa tecnologia, como efectuado por outros autores, decorre de, nesse caso, ter de ser efectuada uma classificação prévia das empresas, o que poderia por si só enviesar os resultados. As 9 variáveis *dummy* são definidas como se segue:

Variável	Indústria
I ₁	0001 Oil & Gás
I ₂	1000 Basic Materials
I ₃	2000 Industrials
I ₄	3000 Consumer Goods
I ₅	5000 Consumer Services
I ₆	6000 Telecommunications
I ₇	7000 Utilities
I ₈	8000 Financials
I ₉	9000 Technology

Tabela 5. Definição das Variáveis *dummy* da Indústria

A escolha do *hidden value* como forma de mensurar o nível de Capital Intelectual tem por base os motivos explicitados no ponto 2.2. deste trabalho. Tal como referido então, este assume-se como uma boa aproximação ao nível de Capital Intelectual da empresa, sendo a forma mais simples da sua mensuração.

6.3. Definição da Amostra

Tendo como objectivo a identificação de tendências e factores explicativos e a comparação do padrão da divulgação de informação sobre Capital Intelectual em Portugal com outros países, este estudo utiliza os Relatórios e Contas das empresas com acções admitidas à cotação na Bolsa de Valores do mercado oficial da *Euronext Lisbon*. A amostra inicial compreende as 51 empresas que se mostram nessas condições à data de 31 de Dezembro de 2006. Da amostra inicial foram excluídas 5 empresas, dado tratarem-se de entidades não residentes em território português e como tal não sujeitas à legislação portuguesa. É o caso do Banco Santander Central Hispano, Banco Popular Espanhol, Europac, Espírito Santo Financial (Portugal) e Sacyr Vallehermoso. Adicionalmente, foi excluída a empresa Corporação Industrial do Norte (CIN), pelo facto de durante o ano de 2007 lhe ter sido retirada a qualidade de Sociedade Aberta e não ter sido possível obter o seu Relatório e Contas para o período em análise. A amostra final compreende assim um total de 45 empresas, a qual foi deduzida da seguinte forma:

Descrição	Total
Empresas cotadas na <i>Euronext Lisbon</i> em 31 Dezembro de 2006	51
Com excepção:	
Empresas não sujeitas à lei Portuguesa	5
Empresa sem Relatório Anual em 2006 disponível	1
Amostra Final	45

Tabela 6. Derivação da amostra

A amostra global utilizada, bem como a caracterização de cada empresa na indústria e no sector de actividade, pode ser consultada no anexo 10.1 desta investigação.

A recolha dos Relatórios e Contas do ano de 2006 para cada uma daquelas empresas foi efectuada a partir do sítio oficial da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM – www.cmvm.pt), com excepção do Relatório e Contas do Futebol Clube do Porto – Futebol, SAD, o qual foi recolhido a partir da sua página oficial (www.fcporto.pt). De referir que as empresas Futebol Clube do Porto – Futebol, SAD e Sporting – Sociedade Desportiva de Futebol, SAD têm um ano económico diferente do ano civil, sendo o seu fecho de contas a 30 Junho. Sendo objectivo do estudo a análise da divulgação de informação sobre Capital Intelectual nos Relatórios e Contas não foi entendido decorrer qualquer inconveniente do uso de relatórios com data de fecho diferente dos restantes, pelo que para estas duas empresas serão usados os Relatórios e Contas datados de 30 de Junho de 2006.

As empresas incluídas na amostra foram classificadas nas 9 indústrias do ICB, originando a distribuição constante da tabela seguinte:

Indústria	N	%
0001 Oil & Gás	1	2%
1000 Basic Materials	5	11%
2000 Industrials	13	29%
3000 Consumer Goods	3	7%
5000 Consumer Services	11	24%
6000 Telecommunications	2	4%
7000 Utilities	1	2%
8000 Financials	5	11%
9000 Technology	4	9%
Total	45	100%

Tabela 7. Classificação da amostra por indústrias, de acordo com o nível 1 do ICB

A indústria de bens industriais é aquela que tem maior peso (29%), com um total de 13 empresas. Segue-lhe a indústria de bens de consumo com um total de 11 empresas e um peso de 24%. A indústria financeira compreende 5 empresas e tem um peso de 11%. Estas três indústrias, no seu conjunto, representam cerca de 64% do total de empresas da amostra.

7. Resultados e Discussão

7.1. Análise Descritiva

Os resultados da análise de conteúdo aos Relatórios e Contas das empresas portuguesas com acções admitidas à cotação na *Euronext Lisbon* à data de 31 de Dezembro de 2006 demonstram que existe divulgação de informação sobre Capital Intelectual em Portugal. No período em análise, todas as empresas da amostra divulgaram pelo menos uma das subcategorias de Capital Intelectual definidas. Em linha com o referido por Guthrie e Petty (2000) é possível afirmar que as empresas têm consciência da importância do Capital Intelectual, pelo que divulgam informação a este respeito.

Subcategoria	Frequência	%
Patentes	0	0%
Direitos Autor	1	2%
Trademarks	5	11%
<i>Propriedade Intelectual</i>	6	4%
Filosofia de Gestão	20	44%
Cultura organizacional	13	29%
Processos de Gestão	37	82%
Sistemas de Informação	27	60%
Sistemas de rede	17	38%
Relações Financeiras	23	51%
<i>Activos de Infra-estrutura</i>	137	51%
Capital Interno	143	35%
Marcas	32	71%
Consumidores	18	40%
Lealdade consumidores	20	44%
Nome Empresas	30	67%
Canais Distribuição	25	56%
Acordos Colaboração	34	76%
Acordos licenciamento (certificações)	31	69%
Contratos Favoráveis	20	44%
Acordos de Franchising	5	11%
Prémios	17	38%
Capital Externo	232	52%
Know-How	13	29%
Educação/Formação	31	69%
Trabalhadores	32	71%
Conhecimento relacionado com Trabalho	3	7%
Competências relacionadas com trabalho	23	51%
Espírito empreendedor	3	7%
Capital Humano	105	39%
Capital Intelectual	480	43%

Tabela 8. Frequência e percentagem da divulgação por subcategoria

A tabela anterior reflecte a frequência da divulgação de cada uma das subcategorias de Capital Intelectual anteriormente definidas. Para cada uma das subcategorias, é possível verificar o número de empresas que efectuou divulgação desse indicador. Os totais do Capital Interno, Capital Externo e Capital Humano representam o número de divulgações efectuadas por todas as empresas da amostra em todas as subcategorias dessa componente. A tabela inclui ainda a percentagem de divulgação efectuada pelas empresas no total de divulgações possíveis de serem efectuadas.

O Capital Externo é a categoria de Capital Intelectual mais divulgada, com uma divulgação de 232 itens no conjunto das 45 empresas da amostra, o que representa uma percentagem de divulgação de 52%¹⁴. O Capital Humano é a segunda categoria mais divulgada, com uma percentagem de divulgação de 39%, seguida pelo Capital Interno, o qual apresenta uma percentagem de divulgação de 35%. Os resultados obtidos vão ao encontro dos estudos efectuados por Abeysekera e Guthrie (2005), Wong e Gardner (2005) e Brennan (2001).

A subcategoria de Capital Intelectual mais divulgada refere-se aos processos de gestão, com 37 empresas (82% das empresas da amostra) a divulgarem informação sobre este indicador. As patentes e direitos de autor constituem as subcategorias com menor divulgação. Nenhuma empresa divulgou informação sobre patentes e apenas uma reportou informação sobre os direitos de autor. Estes resultados são consistentes com estudos anteriores efectuados em Portugal (Oliveira *et al.*, 2006a; Gomes *et al.*, 2007) e retratam o facto das empresas portuguesas raramente serem detentoras de patentes.

Dentro da categoria de Capital Externo, as subcategorias mais divulgadas são os acordos de colaboração e as marcas, com 34 e 32 empresas, respectivamente, a divulgar informação sobre estes indicadores. A informação sobre o perfil dos trabalhadores constitui o indicador de Capital Humano mais divulgado pelas empresas, com um índice de divulgação de 71% (32 empresas divulgaram informação sobre este indicador).

¹⁴ - A categoria Capital Externo contém 10 subcategorias pelo que o máximo de divulgações seria de 10×45 empresas = 450. Como tal, as 232 divulgações efectuadas (entre as 45 empresas foram divulgadas 232 vezes qualquer um daqueles 10 indicadores) representam uma percentagem de divulgação de $232/450 \times 100 = 52\%$.

A tabela 9 em baixo ilustra as percentagens de divulgação de cada categoria do Capital Intelectual para as indústrias do nível 1 do ICB.

ICB Nível 1	Capital Interno	Capital Externo	Capital Humano	Capital Intelectual
0001 Oil & Gás	44%	80%	67%	64%
1000 Basic Materials	31%	42%	37%	37%
2000 Industrials	29%	46%	37%	38%
3000 Consumer Goods	22%	47%	22%	32%
5000 Consumer Services	33%	52%	35%	41%
6000 Telecommunications	56%	55%	50%	54%
7000 Utilities	67%	80%	67%	72%
8000 Financials	60%	72%	53%	63%
9000 Technology	25%	43%	33%	34%
Total	35%	52%	39%	43%

Tabela 9. Percentagem da divulgação por sector¹⁵

Em termos de análise da divulgação da informação sobre capital intelectual por indústria, verifica-se que as indústrias mais propensas à divulgação de informação são as que contêm as empresas que prestam serviços de utilidade pública (72%), produtoras de gás e produtos petrolíferos (64%) e empresas financeiras (63%). Ao invés, as indústrias que apresentam menores índices de divulgação de informação sobre Capital Intelectual são compostas pelas empresas de bens de consumo (32%) e empresas tecnológicas (34%). No entanto, estas conclusões têm de ser interpretadas com prudência devido à reduzida dimensão da amostra. A indústria de prestação de serviços de utilidade pública e de produtores de gás e produtos petrolíferos apenas contêm uma empresa, pelo que o resultado da indústria é dado pelo resultado dessa empresa.

Um resultado surpreendente é a constatação de que a indústria das tecnologias é uma das que divulga menos informação sobre Capital Intelectual. Tal vai contra os resultados apresentados por Williams (2001) e Bukh *et al.* (2005), os quais verificam que as empresas mais intensivas em tecnologia divulgam mais informação sobre Capital

¹⁵ - Estas percentagens de divulgação são calculadas de forma idêntica às anteriores. Por exemplo, a percentagem de 31% de divulgação de informação sobre Capital Interno na indústria de Materiais Básicos foi calculado da seguinte forma. As 5 empresas que compõem esta indústria efectuaram 14 divulgações referentes ao Capital Interno, num conjunto de 45 divulgações possíveis (5 empresas* 9 indicadores de Capital Interno). Desta forma, a percentagem de divulgação de Capital Interno efectuada por esta indústria é dada por $14/45 = 31\%$.

Intelectual. As razões para um baixo nível de divulgação da indústria estão, mais uma vez, relacionados com a amostra. Quando se analisam as empresas que compõem esta indústria, constata-se que existe uma empresa que se distingue claramente das restantes pelos baixos níveis de divulgação e que faz com que a média do sector apresente valores tão baixos.

Uma outra análise digna de registo é a que resulta do cálculo de índices do Capital Intelectual distintos para o conjunto das empresas pertencentes e não pertencentes ao PSI 20¹⁶ à data de 31 de Dezembro de 2006.

Descrição	Índice Capital Interno	Índice Capital Externo	Índice Capital Humano	Índice Capital Intelectual
Empresas não pertencentes ao PSI 20	29%	44%	35%	36%
Empresas pertencentes ao PSI 20	43%	62%	43%	50%
Total	35%	52%	39%	43%

Tabela 10. Índices de Divulgação nas empresas pertencentes ao PSI 20

Da análise da tabela anterior conclui-se que, para todos os índices de divulgação de Capital Intelectual, as empresas que à data de 31 Dezembro de 2006 compunham o PSI 20 têm maior abrangência de divulgação de informação sobre Capital Intelectual do que as que não compõem aquele índice. Partindo do pressuposto de que as empresas pertencentes ao PSI 20 são as empresas com maior capitalização bolsista e tendo em consideração que capitalização bolsista é usada em alguns estudos como *proxy* da dimensão da empresa (Bozzolan *et al.*, 2003; García-Meca e Martínez, 2005; García-Meca *et al.*, 2005) é possível inferir que este resultado está de certa forma ligado à dimensão e que empresas com maior dimensão divulgam assim mais informação sobre Capital Intelectual.

As tabelas seguintes ilustram as estatísticas descritivas das variáveis dependentes e independentes definidas no capítulo anterior.

¹⁶ - O PSI 20 (*Portuguese Stock Index*) é o índice de referência do mercado de bolsa nacional, reflectindo a evolução dos preços das 20 emissões de acções de maior dimensão e liquidez seleccionadas dentre o universo da totalidade das empresas admitidas à negociação no Mercado de Cotações Oficiais.

□ Variáveis contínuas

Estatísticas Descritivas	Índice de Divulgação (ID)	Dimensão (ln_AL)	Concentração Estrutura Accionista (CEA)	Endividamento (P_CP)	Rendibilidade (ROA)	Nível Capital Intelectual (HV)
Média	0,43	20,47	0,73	7,43	0,02	2,47
Mediana	0,44	20,28	0,78	2,49	0,02	1,91
Máximo	0,80	25,10	0,96	93,87	0,18	11,17
Mínimo	0,04	16,99	0,22	-2,71	-0,23	-0,18
Desvio Padrão	0,19	2,05	0,17	14,62	0,07	2,06
Skewness	-0,24	0,45	-0,93	4,80	-1,40	2,20
Kurtosis	2,56	2,42	3,32	28,52	6,58	8,98
Jarque-Bera	0,80	2,14	6,68	1.393,81	38,86	103,60
Probabilidade	0,67	0,34	0,04	0,00	0,00	0,00
Soma	19,20	921,07	32,62	334,18	0,86	111,26
Soma do Desvio Padrão	1,59	184,81	1,32	9.405,39	0,21	186,15
Observações	45	45	45	45	45	45

Tabela 11. Estatísticas descritivas variáveis contínuas

O índice de divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual (ID) varia entre um mínimo de 4% de divulgação e um máximo de 80%, com uma média de 43%, o que revela que, em média, cerca de 43% dos itens de Capital Intelectual foram divulgados. O rácio de endividamento e o nível de Capital Intelectual assumem um valor mínimo negativo, o que resulta de uma das empresas da amostra apresentar capital próprio negativo, deturpando assim a análise destas variáveis bem como da variável rendibilidade. Esta constatação levou à retirada desta observação da amostra, para efeitos de regressão do modelo, pelo que o número de observações foi reduzido para 44.

□ Variáveis discretas

	Tipo de Auditor (TA)	Oil & Gas (I ₁)	Basic Materials (I ₂)	Industrials (I ₃)	Consumer Goods (I ₄)	Consumer Services (I ₅)	Telecommunications (I ₆)	Utilities (I ₇)	Financials (I ₈)	Technology (I ₉)
i=0										
N	18	44	40	32	42	34	43	44	40	41
%	40%	98%	89%	71%	93%	76%	96%	98%	89%	91%
i=1										
N	27	1	5	13	3	11	2	1	5	4
%	60%	2%	11%	29%	7%	24%	4%	2%	11%	9%
Total	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45

Tabela 12. Estatísticas descritivas variáveis *dummy*

Os dados associados à variável tipo de auditor (TA) permitem constatar que cerca de 60% das empresas da amostra são auditadas por uma das Big4, o que denota uma certa preferência por uma auditoria efectuada por uma das 4 empresas multinacionais. As 9 variáveis *dummy* da indústria são variáveis de controlo e pretendem enquadrar cada uma das empresas da amostra no seu sector. Os dados relativos a estas variáveis são assim semelhantes aos constantes na tabela 7.

7.2. Análise Estatística

Para testar as hipóteses estabelecidas no capítulo 5, foi utilizada uma regressão linear múltipla com a seguinte especificação:

$$(7.1) \quad ID_i = c_1 + c_2 \ln AL_i + c_3 CEA_i + c_4 \frac{P}{CP_i} + c_5 ROA_i + c_6 HV_i + c_7 TA_i + \sum_{j=1}^9 c_{7+j} I_{ji} + \varepsilon_i$$

onde:

ID – Índice de divulgação voluntária de informação sobre o Capital Intelectual;

$\ln AL$ – Dimensão;

CEA – Concentração da Estrutura Accionista;

P/CP – Endividamento;

ROA – Rendibilidade;

HV – Nível de Capital Intelectual;

TA – *Dummy* que assume o valor 1 se o auditor for uma das Big4 e 0, caso contrário;

I_j – *Dummy* para o sector *j*, que assume o valor 1, se a empresa pertence ao sector *j* e 0, caso contrário, com $j=1 \dots 9$;

$i = 1 \dots 44$.

No capítulo 6 foram determinadas as definições operacionais de cada uma das variáveis do modelo, pelo que se remete para esse capítulo a forma de cálculo utilizada em cada.

A análise da correlação entre as variáveis do modelo foi efectuada através da técnica de *Spearman* para as 44 observações da amostra tendo sido obtidos os resultados expressos na tabela seguinte:

Covariance Analysis: Spearman rank-order																	
Sample: 1 44																	
Included observations: 44																	
Correlation t-Statistic	ID	LN_AL	CEA	ROA	P_CP	TA	HV	I1	I2	I3	I4	I5	I6	I7	I8	I9	
ID	1,00																
LN_AL	0,60***	1,00															
CEA	-0,24	-0,32**	1,00														
ROA	0,24	0,36**	0,02	1,00													
P_CP	-0,02	0,08	-0,26*	-0,48***	1,00												
TA	0,49***	0,40***	-0,11	0,23	0,00	1,00											
HV	0,19	0,07	-0,37**	0,08	0,32**	0,25	1,00										
I1	0,20	0,17	0,05	0,26*	-0,14	0,12	-0,01	1,00									
I2	-0,19	-0,24	0,21	-0,17	-0,05	-0,16	-0,35**	-0,05	1,00								
I3	-0,14	-0,01	-0,01	0,05	0,00	-0,10	-0,12	-0,10	-0,23	1,00							
I4	-0,12	-0,17	-0,01	-0,13	-0,07	-0,16	-0,17	-0,04	-0,10	-0,18	1,00						
I5	-0,11	-0,11	0,22	0,30**	-0,04	0,13	0,32**	-0,09	-0,21	-0,37***	-0,16	1,00					
I6	0,16	0,19	-0,09	-0,01	-0,13	-0,05	0,15	-0,03	-0,08	-0,14	-0,06	-0,13	1,00				
I7	0,23	0,22	-0,22	0,10	0,04	0,12	-0,03	-0,02	-0,05	-0,10	-0,04	-0,09	-0,03	1,00			
I8	0,38***	0,48***	-0,08	-0,27*	0,42***	0,28*	0,05	-0,05	-0,13	-0,23	-0,10	-0,21	-0,08	-0,05	1,00		
I9	-0,04	-0,32**	-0,34**	-0,12	-0,15	-0,16	0,10	-0,04	-0,10	-0,18	-0,07	-0,16	-0,06	-0,04	-0,10	1,00	
*** Correlação estatisticamente significativa a 1 %																	
** Correlação estatisticamente significativa a 5 %																	
* Correlação estatisticamente significativa a 10 %																	

Tabela 13. Matriz de Correlações entre as variáveis do modelo

As correlações entre a variável dependente e as variáveis explicativas são estatisticamente significativas em 1% para as variáveis dimensão e tipo de auditor, evidenciando os sinais esperados. As variáveis concentração da estrutura accionista, nível do endividamento, rendibilidade e nível do Capital Intelectual não apresentam correlações estatisticamente significativas com o índice de divulgação de informação sobre Capital Intelectual, não sendo suportadas, nesta primeira e sucinta análise, as hipóteses H₂, H₃, H₄ e H₇. A variável *dummy* associada às empresas financeiras apresenta uma correlação estatisticamente significativa em 1% com o índice de divulgação de informação sobre o Capital Intelectual, quando todas as outras variáveis da indústria não têm correlações significativas com esta variável. Esta correlação reflecte também o efeito dimensão, dado que as empresas financeiras são aquelas que têm maior dimensão média no conjunto de todas as indústrias.

Através do quadro anterior é possível ainda identificar a existência de correlações estatisticamente significativas entre as variáveis explicativas do modelo, com especial ênfase para a existência de correlações das variáveis concentração da estrutura accionista, rendibilidade e tipo de auditor com a variável dimensão. De forma a acautelar a existência de multicolinearidade na amostra, foram efectuados diversos testes de robustez, os quais serão descritos ao longo deste capítulo.

O modelo de regressão linear múltipla foi estimado para as 44 observações da amostra através do Método dos Mínimos Quadrados, tendo sido obtidos os resultados evidenciados na tabela seguinte:

Dependent Variable: ID		Sample: 1 44	
Method: Least Squares		Included observations: 44	
Independent Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
C	-0,86	-1,73	0,09
LN_AL	0,06	2,66	0,01
CEA	0,18	0,90	0,38
ROA	0,48	1,03	0,31
P_CP	0,00	1,61	0,12
TA	0,09	1,69	0,10
HV	0,00	-0,03	0,98
I1	-0,23	-1,07	0,29
I2	-0,19	-1,31	0,20
I3	-0,27	-2,00	0,05
I4	-0,22	-1,47	0,15
I5	-0,22	-1,69	0,10
I6	-0,19	-1,07	0,29
I7	-0,14	-0,64	0,53
I8	-0,27	-1,37	0,18
R-squared	0,59		
Adjusted R-squared	0,40		
F-statistic	3,03		

Tabela 14. Resultados da Regressão Linear Múltipla

A obtenção de um R^2 de 59% e de um R^2 ajustado de 40% é aceitável para este tipo de estudos, onde a amostra é geralmente reduzida e com uma variância significativa. O modelo assume-se globalmente significativo com uma estatística F de 3,03 embora, individualmente, as únicas variáveis que se assumem estatisticamente significativas sejam a dimensão (estatisticamente significativa com 1%), o tipo de auditor (estatisticamente significativa com 10% de significância), a variável I_3 relativa a empresas industriais (estatisticamente significativa com 5%) e a variável I_5 referente aos sectores de *media*, retalho, viagens e lazer (estatisticamente significativa com 10%). Desta forma, são confirmadas as hipóteses H_1 e H_6 , pelo que empresas de maior dimensão e auditadas por uma das Big4 tendem a divulgar mais informação sobre Capital Intelectual. A significância das variáveis I_3 e I_5 demonstra que existem alguns efeitos da indústria na divulgação de informação sobre Capital Intelectual. Pelo contrário, as hipóteses H_2 , H_3 , H_4 e H_7 não são confirmadas por este modelo, pelo que a concentração da estrutura accionista, o nível de endividamento, a rendibilidade e o nível

de Capital Intelectual não parecem influenciar a divulgação de informação sobre Capital Intelectual.

De forma a avaliar a robustez destes resultados, foram estimadas regressões lineares simples entre cada uma das variáveis explicativas do modelo e o índice de divulgação de informação sobre o Capital Intelectual. Os resultados da estimação das regressões lineares simples confirmam os resultados obtidos para a regressão linear múltipla, com excepção da variável rendibilidade, a qual, no modelo global, não se assume estatisticamente significativa e no modelo simples é estatisticamente significativa com 5% de significância. A existência de resultados díspares da regressão global e simples para a variável rendibilidade, sugere a existência de algum grau de multicolinearidade na amostra. A matriz de correlações expressa na tabela 13 revela a existência de uma correlação estatisticamente significativa a 5% entre a variável rendibilidade e a variável dimensão, pelo que a permanência das duas variáveis no modelo global pode induzir a um erro de estimação dos coeficientes com consequência ao nível de perda da significância da variável rendibilidade. Todavia, a retirada de uma das duas variáveis do modelo conduziria a um erro de especificação e correspondente problema econométrico – omissão de variável relacionada –, o que também não se assume como uma situação desejável. Desta forma, e apesar de se tratar de uma situação passível de crítica, foi decidido manter as duas variáveis no modelo, pelo que foi considerado prioritária a correcta especificação do modelo e não a sua estimação.

7.3. Discussão dos Resultados

Após a estimação e análise dos resultados do modelo, torna-se importante efectuar a discussão dos resultados obtidos. Esta discussão deverá ser efectuada tendo em conta o Enquadramento do Custo – Benefício e os estudos efectuados anteriormente sobre esta temática. A discussão será efectuada para cada uma das hipóteses em estudo.

7.3.1. Dimensão

Os resultados empíricos obtidos demonstram que a dimensão das empresas influencia positivamente a divulgação de informação sobre Capital Intelectual. Os resultados são válidos quer quando considerada a amostra global, quer quando separada a amostra

entre empresas de dimensão acima da mediana e empresas de dimensão igual ou abaixo da mediana, o que fortalece as conclusões retiradas. Estes resultados vão ao encontro dos estudos realizados por Guthrie *et al.* (2006), Bozzolan *et al.* (2003), García-Meca *et al.* (2005), García-Meca e Martínez (2005), Li *et al.* (2007) e Oliveira *et al.* (2006a), dando assim sustentação empírica à Teoria da Agência, Teoria Positiva da Contabilidade e Enquadramento do Custo – Benefício. As empresas de maior dimensão encontram-se expostas a maiores custos políticos e a maiores custos de agência decorrentes da relação entre credores e a empresa, pelo que têm incentivos para efectuar divulgação de informação sobre Capital Intelectual como forma de reduzir os custos políticos que enfrentam e aumentar a captação externa de capital a um menor custo. A divulgação de informação sobre Capital Intelectual funciona assim como um mecanismo legitimador da gestão e como um instrumento de redução dos custos de agência (Li *et al.*, 2007).

7.3.2. Estrutura Accionista

Os resultados obtidos apontam para a inexistência de relação entre a concentração da estrutura accionista e a divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual em Portugal. Esta ausência de relação verifica-se mesmo quando alterada a definição operacional da variável para a percentagem de acções detidas pelos três maiores accionistas, à semelhança do efectuado por Oliveira *et al.* (2006a) ou, quando retiradas as 5 observações com maior concentração (concentração superior a 90%). A hipótese subjacente a esta variável considerava que as empresas com estruturas accionistas difusas incorriam em maiores custos de agência e de assimetria de informação, pelo que por forma a atenuar os efeitos desses custos, teriam incentivos em efectuar divulgações adicionais, nomeadamente de informação sobre o Capital Intelectual. Os resultados deste estudo terão que ser interpretados de forma cautelosa. O estudo elaborado por Oliveira *et al.* (2006a), efectuado igualmente para a realidade portuguesa, obteve confirmação da hipótese em estudo, isto é, a concentração da estrutura accionista influenciaria negativamente a divulgação de informação sobre Capital Intelectual. A disparidade de resultados obtidos entre esse estudo e o presente pode dever-se a um diverso conjunto de razões. Desde logo, destaca-se o diferente período temporal: o estudo de Oliveira *et al.* (2006) foi realizado para o ano de 2003 e o presente estudo

para o ano de 2006. Como a amostra em ambos os estudos são as empresas com acções admitidas à cotação em bolsa, a existência de um diferente período conduz a uma amostra diferente, a qual se assume, em ambos os estudos, de reduzida dimensão. Por outro lado, destaca-se o diferente método de recolha de dados. Em ambos os casos foi utilizado um índice de divulgação de informação, mas na presente investigação foi utilizado um índice não ponderado e no caso de Oliveira *et al.* (2006a) os itens divulgados foram ponderados pela forma de divulgação, isto é, se a divulgação era efectuada sob a forma narrativa assumia o valor 1 e se efectuada sob a forma quantitativa assumiria o valor 2. Destaca-se ainda, a existência de diferentes indicadores de Capital Intelectual, os quais podem condicionar a medição da variável dependente do modelo.

Independentemente dos motivos que possam levar a que tenham sido obtidos resultados diferentes do estudo de Oliveira *et al.* (2006a), importa enquadrar estes resultados na realidade das empresas portuguesas. Portugal apresenta um tecido empresarial com uma elevada concentração da estrutura accionista, mesmo para aquelas empresas que teriam à partida maior dispersão, como é o caso das empresas com acções admitidas à cotação. Na nossa amostra, a variável concentração da estrutura accionista apresenta uma média de 72% e uma mediana de 78%, tendo como valor mínimo 22% e valor máximo 96%. Quando comparadas as estatísticas da variável concentração da estrutura accionista entre alguns dos estudos que analisam a relação entre esta variável e o nível de divulgação de informação sobre Capital Intelectual, conclui-se que é no presente estudo que encontramos os valores de concentração médios mais elevados, conforme se pode constatar na tabela abaixo:

CEA	Média	Mediana	Valor Mínimo	Valor Máximo
Presente estudo	72,50%	77,97%	22,23%	96,12%
Oliveira <i>et al.</i> (2006^a)	62,89%	n.d.	7,79%	99,36%
Firer e Williams (2005)	62,54%	57,59%	n.d.	n.d.
Li <i>et al.</i> (2007)	29,63%	26,05%	0%	79,20%

Tabela 15. Comparação das Estatísticas Descritivas da variável Concentração da Estrutura Accionista em diferentes estudos

Desta forma, a não verificação de uma relação estatisticamente significativa poderá dever-se aos elevados valores de concentração da estrutura accionista que foram encontrados na amostra do presente estudo. Quando a concentração da estrutura

accionista assume um valor elevado, os principais accionistas não necessitam da informação que é divulgada nos Relatórios e Contas, pois têm acesso, por outras vias, a toda a informação relevante para a sua tomada de decisão. Sendo assim, poder-se-á concluir que um maior nível de concentração não influencia o nível de divulgação de informação sobre Capital Intelectual nos casos em que o nível de concentração da estrutura accionista é já bastante elevado. O resultado obtido carece, no entanto, de suporte em estudos da mesma natureza, pelo que se afigura aqui uma possibilidade de investigação futura. Posteriores estudos poderão assim explorar a existência de patamares de concentração da estrutura accionista a partir do qual deixa de haver incentivos à divulgação de informação sobre Capital Intelectual.

7.3.3. Endividamento

A terceira hipótese deste modelo sugeria que as empresas com maior nível de endividamento teriam maior incentivo em efectuar divulgação de informação sobre Capital Intelectual de forma a reduzir a potencial assimetria de informação entre accionistas e financiadores e assim reduzir o custo do endividamento que lhes está associado. A variável endividamento não se assume estatisticamente significativa quer na regressão linear múltipla, quer na regressão linear simples, sendo os resultados consistentes mesmo que utilizando diferentes definições operacionais da variável, por exemplo, o rácio do passivo sobre o activo líquido ou o rácio do endividamento bancário sobre o capital próprio. A ausência de relação entre o endividamento e o nível de divulgação de informação sobre Capital Intelectual foi igualmente obtida nos estudos de Ho e Wong (2001) e Oliveira *et al.* (2006a). A não verificação desta relação em Portugal poderá ser justificada, mais uma vez, pela especificidade da realidade empresarial portuguesa. A forma preferencial de financiamento para a maioria das empresas portuguesas continua a ser o endividamento bancário e, habitualmente, os bancos têm acesso a informação privilegiada, quer através de contacto directo com as empresas por intermédio dos gestores de conta, quer através de apresentações efectuadas pelas empresas tendo como único destinatário os bancos. Desta forma, estas entidades não dependem unicamente das divulgações efectuadas nos Relatórios e Contas para aperceberem o risco associado à empresa e assim definirem o custo de endividamento. Numa realidade como a portuguesa, em que o endividamento bancário

continua a ser a fonte preferencial de financiamento, mesmo para as empresas com acções admitidas à cotação à bolsa¹⁷, a existência de um maior nível de endividamento poderá, portanto, não influenciar a informação sobre o Capital Intelectual divulgada nos Relatórios e Contas das empresas, pois existem formas alternativas de efectuar essa divulgação. Estudos futuros poderão analisar a divulgação de informação sobre Capital Intelectual efectuadas aos agentes financeiros, tentando avaliar a existência de uma relação entre o endividamento bancário e a divulgação específica de informação sobre Capital Intelectual efectuada àqueles agentes.

7.3.4. Rendibilidade

A quarta variável explicativa do modelo é a rendibilidade das empresas, sendo expectável que as empresas de maior rendibilidade divulgassem mais informação sobre Capital Intelectual para sinalizarem ao mercado as suas boas qualidades e assim se diferenciarem das restantes empresas. Simultaneamente, as empresas de maior rendibilidade estariam sujeitas a maiores custos políticos e, como tal, teriam incentivos para efectuar uma maior divulgação de informação. No modelo global não foram encontrados efeitos significativos da rendibilidade da empresa no nível de divulgação de informação sobre Capital Intelectual, pelo que desta forma se rejeita a H₄. Os resultados obtidos são consistentes com o estudo efectuado por Oliveira *et al.* (2006a), no qual se conclui igualmente pela ausência de correlação estatisticamente significativa entre as duas variáveis. Barako *et al.* (2006), num estudo sobre divulgações voluntárias mais abrangentes, também conclui pela ausência de significância da variável rendibilidade. Verrecchia (1983) considera que na presença de custos de divulgação, existe um nível de rendibilidade a partir do qual as empresas passam a divulgar informação. Tendo em conta os resultados obtidos e o referido por este autor, a ausência de correlação entre estas variáveis poderá dever-se ao facto dos níveis de rendibilidade em Portugal se encontrarem abaixo do nível a partir do qual existem incentivos em efectuar divulgação de informação sobre Capital Intelectual.

¹⁷ - Para as empresas da amostra, o endividamento bancário é, em média, cerca de 46% do total do passivo da empresa.

7.3.5. Indústria

A variável indústria foi introduzida como variável controlo, de forma a captar os efeitos de práticas de divulgação comuns entre empresas da mesma indústria. Os resultados do modelo não permitem confirmar a existência de critérios uniformes entre indústrias na divulgação de informação sobre Capital Intelectual, já que as variáveis *dummy* associadas a cada uma das indústrias não se assumem estatisticamente significativas na regressão linear simples. As variáveis I_3 (bens industriais e de construção) e I_5 (*media*, retalho, viagens e lazer) são estatisticamente significativas no modelo global, mas não são confirmadas na regressão linear simples. A utilização de uma amostra diminuta e a existência de correlações entre as diversas variáveis explicativas podem condicionar a leitura dos resultados. Todavia, e uma vez que a existência de significância associada àquelas variáveis não é confirmada no modelo simples, conclui-se pela inexistência de efeitos das variáveis indústria na divulgação de informação sobre Capital Intelectual. Os resultados obtidos são confirmados pelos estudos efectuados por García-Meca *et al.* (2005) e García-Meca e Martínez (2005) e podem dever-se a um conjunto de factores. Por um lado, a reduzida dimensão da amostra condiciona os resultados, já que algumas indústrias contêm apenas uma empresa, como é o caso da indústria 0001-*Oil&Gas* e 7000-*Utilities*. Por outro lado, existe uma grande agregação das empresas, visto que a indústria 2000-*Industrials* incorpora a totalidade dos bens industriais e de construção e a indústria 5000-*Consumer Services* incorpora os media, retalho e as actividades de lazer. A agregação das variáveis inviabiliza que possam ser estudados os efeitos de determinado sector no índice de divulgação de informação sobre Capital Intelectual, mas a sua desagregação levaria a que no limite tivéssemos apenas um conjunto muito reduzido de empresas em cada sector, pelo que os resultados seriam igualmente inconclusivos. Independentemente dos motivos que o possam justificar, os resultados empíricos sugerem a inexistência de especificidades intra-sectoriais que diferenciem a divulgação de informação sobre Capital Intelectual entre diferentes indústrias.

7.3.6. Tipo de Auditor

Em Portugal, as Big4 desempenham um papel importante na divulgação de informação sobre Capital Intelectual (Oliveira *et al.*, 2006a), de tal forma que nesta amostra as empresas auditadas por uma das Big4 apresentam em média um índice de divulgação de

informação sobre Capital Intelectual superior em cerca de 58% face às restantes empresas. Os resultados evidenciados vão ao encontro do estudo de Oliveira *et al.* (2006a). A relevância do tipo de auditor na divulgação de informação sobre o Capital Intelectual deriva, por um lado, da maior idoneidade e credibilidade que estas entidades concedem à informação, pelo que a divulgação é efectuada com a segurança da sua validade. Por outro lado, estas entidades aconselham os seus clientes a efectuarem divulgações mais abrangentes de forma a manterem a sua boa reputação e imagem no mercado.

7.3.7. Nível de Capital Intelectual

Nesta investigação foi ainda formulada a hipótese de que empresas com um maior nível de Capital Intelectual teriam incentivos em efectuar uma maior divulgação de informação sobre Capital Intelectual. A *proxy* utilizada para medir o nível de Capital Intelectual foi o rácio da capitalização bolsista sobre o capital próprio (ou aquilo a que habitualmente se chama de *hidden value*) visto que este rácio pretende ilustrar o valor da empresa que não se encontra reflectido nas demonstrações financeiras tradicionais. A variável nível de Capital Intelectual não revelou ser estatisticamente significativa com o índice de divulgação, pelo que a H₇ foi rejeitada. A ausência de relação entre estas duas variáveis deve, contudo, ser interpretada com bastante prudência. A *proxy* utilizada pode também ser influenciada quer por incorrectas valorizações dos activos tangíveis, quer por expectativas de crescimento da empresa (Miller e Whiting, 2005), pelo que a ausência de resultados poderá ficar a dever-se à utilização de um incorrecto indicador do nível do Capital Intelectual. Miller e Whiting (2005) e Brennan (2001) utilizando a mesma *proxy* não encontraram igualmente qualquer significância ou poder explicativo da variável. Brennan (2001) atribui o resultado obtido ao pouco interesse na melhoria da medição e contabilização dos activos de natureza intelectual na Irlanda. Miller e Whiting (2005) questionam a natureza da relação e põem em causa a validade do indicador utilizado para medir o nível de Capital Intelectual. Apesar destes últimos controlarem a *proxy*, introduzindo a reavaliação dos activos intangíveis e factores de crescimento, os resultados obtidos continuam a ser insatisfatórios, pelo que os autores concluem que o valor remanescente poderá continuar a não ser uma boa *proxy* para o nível do Capital Intelectual. Questiona-se assim, se a inexistência de relação entre as

duas variáveis se fica a dever a uma incorrecta mensuração do nível de Capital Intelectual, ou se de facto não existe qualquer correlação. Este tema deverá ser objecto de futuras investigações utilizando diferentes *proxies* para o nível de Capital Intelectual, tais como aquelas que foram identificadas no capítulo 2 deste estudo, por forma a avaliar se a utilização de uma diferente definição operacional desta variável faz com que a H_7 seja verificada.

7.4. Testes de Robustez

7.4.1. Impacto da Dimensão

Os resultados da estimação do modelo demonstram que a principal variável explicativa do índice de divulgação de informação sobre Capital Intelectual é a dimensão das empresas. Como tal, foram efectuados testes adicionais a cada uma das variáveis explicativas tendo em consideração o efeito da dimensão. As empresas da amostra foram divididas em dois grupos, empresas com dimensão acima da mediana e empresas com dimensão igual ou abaixo da mediana. Para cada uma das variáveis explicativas foi efectuada uma regressão linear múltipla do tipo:

$$(7.2.) ID_i = c_1 + c_2 X_i + c_3 D \dim_i + c_4 D \dim^* X_i + \varepsilon_i, \text{ onde:}$$

ID – Índice de divulgação voluntária de informação sobre o Capital Intelectual;

X - Variável explicativa;

$D \dim$ - Variável *dummy* que assume o valor 1, quando a dimensão da observação i se situa acima da mediana da dimensão e 0, caso contrário;

$D \dim^* X$ - Variável multiplicativa do nível de dimensão com a variável explicativa X ;
 $i = 1 \dots 44$.

Esta formulação pretende verificar o comportamento das variáveis explicativas perante empresas de diferente dimensão. Os resultados da estimação para cada uma das cinco variáveis explicativas: concentração da estrutura accionista (Modelo 1), endividamento (Modelo 2), rendibilidade (Modelo 3), tipo de auditor (Modelo 4) e nível de Capital Intelectual (Modelo 5) encontram-se evidenciados na tabela 16.

Dependent Variable: ID		Sample: 1 44	
Method: Least Squares		Included observations: 44	
	Coefficient	t-Statistic	Prob.
Modelo 1:			
CEA – Concentração da estrutura accionista			
C	0,42	2,59	0,01
CEA	-0,10	-0,50	0,62
DDIM	0,13	0,54	0,59
DDIM*CEA	0,06	0,20	0,85
R-squared	0,25		
Adjusted R-squared	0,20		
F-statistic	4,53		
Modelo 2:			
P_CP – Endividamento			
C	0,33	8,54	0,00
P_CP	0,00	0,85	0,40
DDIM	0,17	2,68	0,01
DDIM*P_CP	0,00	0,38	0,70
R-squared	0,27		
Adjusted R-squared	0,21		
F-statistic	4,91		
Modelo 3:			
ROA – Rendibilidade			
C	0,34	9,96	0,00
ROA	0,82	1,63	0,11
DDIM	0,18	3,18	0,00
DDIM*ROA	-0,76	-0,88	0,38
R-squared	0,30		
Adjusted R-squared	0,24		
F-statistic	5,58		
Modelo 4:			
TA – Tipo de Auditor			
C	0,27	6,26	0,00
TA	0,15	2,39	0,02
DDIM	0,16	1,97	0,06
DDIM*TA	-0,03	-0,34	0,74
R-squared	0,38		
Adjusted R-squared	0,33		
F-statistic	8,04		
Modelo 5:			
HV – Nível de Capital Intelectual			
C	0,29	6,33	0,00
HV	0,02	1,77	0,08
DDIM	0,39	4,83	0,00
DDIM*HV	-0,08	-3,10	0,00
R-squared	0,40		
Adjusted R-squared	0,35		
F-statistic	8,71		

Tabela 16. Resultados da estimação do modelo $ID_i = c_1 + c_2X_i + c_3Ddim_i + c_4Ddim_i * X_i + \varepsilon_i$ para cada uma das variáveis explicativas.

A variável concentração da estrutura accionista tem um comportamento idêntico independentemente da dimensão, não tendo qualquer coeficiente estatisticamente significativo. Estes resultados estão de acordo com os obtidos na estimação do modelo 7.1.

As variáveis endividamento, rendibilidade e tipo de auditor têm um comportamento diferente consoante a dimensão das empresas. Embora a inclinação da curva de estimação para as empresas de maior e menor dimensão seja semelhante¹⁸, a ordenada na origem é superior para as empresas de maior dimensão¹⁹. Quer isto dizer que um aumento de uma unidade na variável explicativa tem o mesmo impacto na variação do índice de divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual, quer a empresa seja de pequena ou grande dimensão. Todavia, para um igual valor da variável explicativa, o índice de divulgação é superior para as empresas de maior dimensão. Esta inovadora forma de análise é, tanto quanto se sabe, um contributo para o estudo da divulgação de informação sobre o Capital Intelectual e reforça os resultados obtidos na estimação do modelo global, na medida em que os efeitos marginais das variáveis são semelhantes para diferentes níveis de dimensão.

Por sua vez, a variável nível do Capital Intelectual (HV) tem um comportamento atípico quando separamos as empresas de diferente dimensão. A ordenada na origem da curva é superior para as empresas de grande dimensão, à semelhança do que acontecia com as variáveis endividamento, rendibilidade e tipo de auditor. Todavia, a inclinação da curva do índice de divulgação com o nível de Capital Intelectual é negativa para as empresas de maior dimensão ($0,02-0,08=-0,06$) e positiva para as empresas menores ($0,02$). Desta forma, as empresas de maior dimensão têm à partida um maior índice de divulgação, mas à medida que o *hidden value* aumenta, aquele índice tende a diminuir. Pelo contrário, as empresas de menor dimensão têm inicialmente um menor índice de

¹⁸ - A inclinação da curva é dada pela soma dos coeficientes associados à variável explicativa e à variável multiplicativa. Por exemplo, no Modelo 3, a inclinação da curva é dada pela soma do coeficiente da variável ROA com o coeficiente da variável DDim*ROA, isto é: $0,06$. Sendo a variável multiplicativa interactiva e não estatisticamente significativa, isto significa que a inclinação é estatisticamente igual.

¹⁹ - A ordenada na origem é dada pela soma do coeficiente do termo independente com o coeficiente da variável DDim. Quando a variável DDim é estatisticamente significativa isso significa que a ordenada na origem é estatisticamente diferente consoante a dimensão.

divulgação, mas à medida que o seu *hidden value* aumenta, o índice de divulgação também aumenta. Esta diferença comportamental é de difícil interpretação, até porque, como referido anteriormente, o *hidden value* poderá não ser uma boa aproximação ao nível do Capital Intelectual. Contudo, a julgar pelos resultados obtidos, a evidência empírica sugere que nas empresas de menor dimensão se verifica o estabelecido pelas Teorias da Legitimidade, *Stakeholders* e Sinalização, em que um maior nível de Capital Intelectual conduz a uma maior divulgação. Porém, quando a dimensão aumenta, deixa de ser verificado o estipulado por aquelas teorias e a divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual tende a ser decrescente com o HV.

Uma explicação possível para este resultado poderá ser a existência de um nível de Capital Intelectual a partir do qual os benefícios da divulgação deixam de compensar os respectivos custos. As empresas efectuem divulgação de informação sobre Capital Intelectual para sinalizarem o seu nível de Capital Intelectual e para legitimarem o seu estatuto. Todavia, a partir de certo ponto, os benefícios decorrentes da sinalização e da legitimação deixam de compensar os custos associados à maior divulgação, como a existência de um maior volume de *proprietary costs*. Desta forma, a evidência empírica parece sugerir a existência de incentivos para a divulgação até certo nível de Capital Intelectual, em empresas de maior dimensão. O resultado obtido deverá ser alvo de novas investigações que analisem quer o impacto do nível de Capital Intelectual em empresas de diferente dimensão, quer a consistência dos resultados quando se utilizam diferentes *proxies* para o nível do Capital Intelectual.

7.4.2. Testes de Sensibilidade

De forma a garantir a robustez dos resultados obtidos, foram ainda efectuados diversos testes de sensibilidade às variáveis utilizadas e ao número de observações da amostra.

A Regressão Linear Múltipla 7.1. foi estimada para um diferente número de observações e um diferente número de variáveis. Não foram identificados *outliers* que justificassem uma alteração dos coeficientes da regressão ou uma alteração das variáveis estatisticamente significativas. Os resultados da estimação do modelo, quando retirada uma das variáveis explicativas revelou algumas diferenças. A retirada da

variável dimensão faz com que a variável rendibilidade tenda a ser estatisticamente significativa. De igual forma, a retirada da variável nível de Capital Intelectual ou tipo de auditor faz com que a variável endividamento passe a ter significância, mas apenas enquanto as variáveis indústria são mantidas no modelo. Isto vai ao encontro do que anteriormente havia sido referido sobre a potencial existência de algum grau de multicolinearidade na amostra. Contudo, é de referir que nenhuma das variáveis consideradas estatisticamente significativas no modelo global, perde significância quando efectuado este procedimento, o que reforça as conclusões retiradas anteriormente.

O modelo foi ainda estimado para diferentes definições operacionais das variáveis concentração da estrutura accionista, endividamento e rendibilidade. A utilização da percentagem de acções detidas pelos três maiores accionistas como proxy da CEA não originou resultados diferentes. Do mesmo modo, a utilização do rácio do passivo sobre o activo líquido ou o rácio do endividamento bancário sobre o capital próprio como *proxies* do nível de endividamento não tornaram a variável endividamento estatisticamente significativa. Foi ainda estimado o modelo com um diferente rácio de rendibilidade, dado pelo resultado líquido sobre o capital próprio, o qual também não revelou diferentes conclusões.

Os testes de sensibilidade efectuados reforçam os resultados obtidos no modelo global e permitem garantir a robustez das conclusões retiradas.

7.5. Comparação Internacional

Na presente investigação foram identificados os padrões da divulgação de informação sobre Capital Intelectual em Portugal, bem como os factores que permitem explicar os diferentes níveis de divulgação apresentados pelas empresas. Os resultados obtidos, independentemente do uso de diferentes metodologias e diferentes medições das variáveis, aproximam-se dos resultados de estudos semelhantes efectuados em outros países. A tabela 17 apresentada em baixo resume alguns dos principais resultados de estudos efectuados no âmbito desta temática, permitindo uma melhor comparação das conclusões obtidas.

Estudo	País	Divulgação de informação	Categoria mais divulgada	Factores de Divulgação
Presente Estudo	Portugal	Todas as empresas da amostra divulgaram pelo menos uma das subcategorias de Capital Intelectual definidas.	A categoria de Capital Intelectual mais divulgada é o Capital Externo, seguida pelo Capital Humano e depois pelo Capital Interno.	A dimensão e o tipo de auditor são factores explicativos da divulgação voluntária de informação sobre o Capital Intelectual.
Abeysekera e Guthrie (2005)	Sri Lanka	As empresas divulgam informação sobre um alargado conjunto de itens do Capital Intelectual. Todavia não existe ainda abordagem consistente para a divulgação de informação sobre o Capital Intelectual	A categoria de Capital Intelectual mais divulgada é o Capital Externo, seguida pelo Capital Humano e depois pelo Capital Interno.	
Bozzolan <i>et al.</i> (2003)	Itália	As empresas italianas têm consciência da importância do Capital Intelectual.	A categoria de Capital Intelectual mais divulgada é o Capital Externo, seguida pelo Capital Interno e depois pelo Capital Humano.	A indústria e a dimensão da empresa são factores explicativos da divulgação de informação sobre o Capital Intelectual.
Bozzolan <i>et al.</i> (2006)	Itália e Reino Unido	As empresas italianas e as do Reino Unido divulgam, em média, o mesmo montante de informação sobre o Capital Intelectual.	O Capital Externo é a categoria mais divulgada, em ambos os países. A categoria menos divulgada é o Capital Humano.	A dimensão é um importante factor explicativo da divulgação.
Brennan (2001)	Irlanda	A informação sobre Capital Intelectual é raramente divulgada nos relatórios anuais, e quando é divulgada apresenta um formato qualitativo.	A categoria mais divulgada é o Capital Externo.	Não é encontrada relação entre o maior <i>hidden value</i> e a divulgação de informação sobre Capital Intelectual.
Bukh <i>et al.</i> (2005)	Dinamarca	A divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual nos prospectos de IPO aumentou de forma significativa na década em estudo.		A indústria e a existência de capital detido pela gestão são factores explicativos. A dimensão não é estatisticamente significativa.
García-Meca <i>et al.</i> (2005)	Espanha	As empresas divulgam informação sobre Capital Intelectual nas apresentações efectuadas aos analistas.	As subcategorias de Capital Intelectual menos divulgadas são as que se relacionam com a pesquisa em I&D e com o Capital Humano. Os itens mais divulgados são os relacionados com o Capital Externo.	A dimensão das empresas, o estado da cotação e o <i>Hidden Value</i> são factores explicativos da divulgação.
Guthrie e Petty (2000)	Austrália	Apesar de existir divulgação de informação sobre Capital Intelectual, não existe um enquadramento consistente de divulgação. A informação que é divulgada é essencialmente narrativa.	O Capital Externo é a categoria mais divulgada, enquanto o Capital Humano e o Capital Interno apresentam percentagens de divulgação semelhantes	
Guthrie <i>et al.</i> (2006)	Austrália e Hong-Kong	Existe divulgação de informação sobre Capital Intelectual em ambos os países. Todavia, a divulgação é feita sem um enquadramento consistente. A informação é essencialmente divulgada sob a forma narrativa.	A categoria mais divulgada é o Capital Externo.	Em ambos os países, as empresas de maior dimensão divulgam mais informação sobre o Capital Intelectual.
Oliveira <i>et al.</i> (2006a)	Portugal	A informação divulgada é essencialmente qualitativa.	O Capital Externo é a categoria mais divulgada, seguida pelo Capital Interno e depois pelo Capital Humano.	O tipo de auditor, a concentração da estrutura accionista, a indústria e a dimensão são factores explicativos da divulgação.

Tabela 17. Comparação de estudos em diferentes países

A comparação internacional dos resultados sugere a existência de um padrão de divulgação consistente entre países. Apesar de não existir um enquadramento de divulgação, as empresas dos diferentes países têm consciência da importância do Capital Intelectual e divulgam informação nas comunicações efectuadas aos utilizadores da informação financeira. A informação divulgada privilegia os indicadores de Capital Externo e aparece essencialmente sob a forma narrativa. O factor explicativo que maior consenso reúne é a dimensão das empresas, sendo assim esperado que empresas de maior dimensão divulguem mais informação sobre o Capital Intelectual. A convergência dos resultados pode derivar de vários factores. Por um lado, as amostras utilizadas nestes estudos são geralmente de empresas com acções admitidas à negociação em bolsa, o que pode sugerir que o comportamento daquelas empresas é bastante semelhante entre diferentes países. Por outro lado, a crescente globalização e internacionalização dos mercados faz com que as práticas e hábitos locais passem a ser cada vez mais similares entre países, ultrapassando os factores de ordem sócio-culturais existentes e instituindo uma espécie de “Aldeia Global”, o que acaba por se verificar também nas práticas de divulgação.

8. Conclusões, Limitações e Sugestões de Investigação Futura

Tendo por base uma pequena economia europeia, a presente análise exploratória permite confirmar e dar novos contributos ao estudo da temática da divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual.

Com o objectivo de identificar tendências e factores explicativos e comparar o padrão da divulgação de informação sobre Capital Intelectual em Portugal com outros países, foi conduzida uma análise de conteúdo aos Relatórios e Contas das empresas portuguesas com acções admitidas à cotação na Bolsa de Valores do mercado oficial da *Euronext Lisbon* em 31 de Dezembro de 2006, mediante a utilização de um índice de divulgação. Tendo por base o Enquadramento do Custo – Benefício e os resultados obtidos em estudos anteriores foi formulado um conjunto de hipóteses de forma a identificar os incentivos para a divulgação.

Os resultados obtidos permitem confirmar as tendências de divulgação obtidas em estudos anteriores. Ainda que de forma inconsistente entre si, as empresas portuguesas efectuem divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual nos seus Relatórios e Contas, sendo de destacar a importância dada aos factores relativos ao Capital Externo. As subcategorias mais reportadas são os processos de gestão, os acordos de colaboração, as marcas, o perfil dos trabalhadores e dados referentes à educação e formação dos recursos humanos, as quais contemplam divulgações por mais de 30 empresas num total de 45 empresas da amostra.

A estimação do modelo revela que os factores explicativos da divulgação voluntária de informação sobre Capital Intelectual em Portugal são a dimensão e o tipo de auditor. Os resultados sugerem que empresas de maior dimensão divulgam mais informação como forma de reduzir os custos políticos que suportam e aumentar a captação externa de capital a um menor custo. Adicionalmente, as empresas auditadas por uma das Big4 divulgam mais informação decorrente da maior credibilidade e idoneidade que estas entidades transmitem ao mercado e o que lhes permite ter mais influência sobre as divulgações efectuadas pelos seus clientes.

A concentração da estrutura accionista, o nível de endividamento, a rendibilidade, o nível de Capital Intelectual e a indústria não se revelaram factores explicativos do fenómeno em estudo. A ausência de significância destas variáveis poderá estar relacionada com especificidades inerentes à economia portuguesa, especialmente no que concerne à elevada concentração accionista e elevado peso do endividamento bancário.

A presente investigação fornece importantes contributos para o estudo da divulgação de informação sobre Capital Intelectual. Para além de confirmar os resultados de estudos anteriores realizados em Portugal, quanto à importância da dimensão e do tipo de auditor como factores explicativos da divulgação, este estudo sugere que as empresas de maior dimensão apenas têm incentivos para efectuar divulgação até certo nível de Capital Intelectual. Perante aumentos do nível de Capital Intelectual, os benefícios associados a uma maior divulgação de Capital Intelectual (mitigação dos custos de agência, custos políticos, custo de endividamento, melhor sinalização, ...) deixam de compensar os custos suportados com a divulgação (custos de preparação da informação, de falta de credibilidade da informação e os *proprietary costs*). Para mais, é ainda sugerido que, independentemente das especificidades que caracterizam as empresas portuguesas, a divulgação efectuada segue as tendências internacionais, nomeadamente quanto à natureza da informação divulgada e à importância da variável dimensão. É assim sugerida a existência de um fenómeno de globalização também no que respeita à divulgação de informação sobre Capital Intelectual, pelo menos quando consideradas as empresas com acções cotadas em Bolsa.

As conclusões retiradas devem, contudo, ser interpretadas tendo em conta as limitações inerentes a esta investigação. A principal limitação decorre da utilização de uma amostra de reduzida dimensão, a qual está intrínseca ao método de análise escolhido. A análise de conteúdo implica a leitura e codificação da informação em categorias predefinidas o que se assume como um factor bastante consumidor de tempo e assim inviabilizando o uso de amostras de grande dimensão.

Outra limitação decorre da subjectividade inerente à codificação da informação pelo investigador. A utilização de uma ferramenta informática de pesquisa de expressões

e/ou palavras relacionadas com Capital Intelectual permitiria eliminar parte desta subjectividade. Contudo, a multiplicidade de sinónimos para um mesmo indicador e a existência de diferentes significados para uma mesma palavra, quando usada em diferentes contextos, conduziria a problemas de fiabilidade da informação recolhida (Beattie e Thomson, 2007). Considera-se assim, que a utilização de uma pesquisa manual da informação se afigura como a melhor forma de compreender o significado inculcado às palavras utilizadas. A subjectividade inerente a este método é, em parte, ultrapassada pelos testes de fiabilidade realizados, os quais foram oportunamente descritos.

Actualmente, as comunicações efectuadas pelas empresas não se reduzem à publicação do Relatório e Contas anual. Existe uma larga variedade de meios e formatos de comunicação utilizados para divulgar ao mercado as fontes de criação de valor da organização, nos quais se incluem, a preparação de relatórios direccionados para conjuntos específicos de utilizadores, comunicações efectuadas nos sítios oficiais das empresas ou mesmo comunicações e entrevistas concedidas na imprensa. A utilização do Relatório e Contas como único documento de análise constitui assim mais uma limitação desta investigação.

Finalmente, a impossibilidade de avaliar a progressão da divulgação de informação sobre Capital Intelectual ao longo do tempo constitui igualmente uma limitação desta investigação. A utilização de uma amostra referente a um único período, o ano de 2006, não permite que se possa aferir da crescente importância do fenómeno da divulgação do Capital Intelectual ao longo do tempo.

As limitações identificadas constituem sugestões para futuras oportunidades de investigação. Estudos futuros poderiam assim analisar a divulgação voluntária de informação em Portugal mediante a utilização de amostras longitudinais e de maior dimensão fazendo uso, para tal, de uma ferramenta informática de pesquisa de informação. Adicionalmente, poderiam ser analisadas as diferentes fontes de divulgação e avaliar se a natureza da informação entre elas se afigura semelhante, como o

constatado por Lang e Lundholm (1993). A verificação de resultados semelhantes aos obtidos neste estudo permitiria confirmar e fortalecer as conclusões aqui retiradas.

Também a partir dos resultados obtidos é possível inferir algumas sugestões para novas investigações. Os resultados associados à variável concentração da estrutura accionista demonstraram não existir uma relação estatisticamente significativa entre esta variável e o índice de divulgação de informação sobre Capital Intelectual. Foi sugerido que esta ausência de relação estaria associada a um nível elevado da concentração da estrutura accionista em Portugal, o que faria com que os accionistas maioritários tivessem acesso a toda a informação relevante para a sua tomada de decisão, não carecendo assim de divulgações adicionais de informação. A sugestão efectuada poderá ser alvo de novos estudos, em Portugal mas também em outros países com as mesmas especificidades, de forma a confirmar a possível existência de níveis de concentração a partir dos quais os custos associados à divulgação deixam de compensar a redução dos custos de agência derivados da maior divulgação.

Estudos futuros deverão igualmente analisar a existência de relação entre diferentes *proxies* do endividamento, com especial atenção para o endividamento bancário, e as divulgações efectuadas pelas empresas nas comunicações específicas aos seus financiadores.

Finalmente, novas investigações poderão contribuir para uma melhor compreensão da relação existente entre o nível de Capital Intelectual e a sua divulgação, através da utilização, por exemplo, de diferentes definições operacionais daquela variável, entre as quais se pode destacar o VAIC. Deverão igualmente ser aprofundados os motivos para um diferente comportamento da variável nível de capital intelectual para empresas de diferente dimensão.

Este estudo constitui um alerta a todos os responsáveis pela normalização contabilística. A mera constatação de que as empresas divulgam voluntariamente informação sobre Capital Intelectual indicia uma insuficiência da Contabilidade em acompanhar os novos tempos e as novas formas de recursos ao dispor das organizações. Torna-se

particularmente importante que legisladores e reguladores estejam atentos a estes fenómenos de forma a tê-los em consideração na criação de futuras normas contabilísticas. Enquanto isso, o papel destas entidades deverá ser o de fornecer as indicações necessárias à existência de um enquadramento consistente de divulgação que permita comparações entre empresas e para a mesma empresa em diferentes momentos no tempo, bem como o evitar de que existam situações de indevida utilização das divulgações de forma a influenciar as decisões tomadas pelos *stakeholders*.

9. Referências Bibliográficas

- Abdolmohammadi, M. (2005), “Intellectual Capital Disclosure and Market Capitalization”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol.6, Nº 3, pp. 397-416.
- Abeysekera, I. e Guthrie, J. (2005), “An Empirical Investigation of Annual Reporting Trends of Intellectual Capital in Sri Lanka”, *Critical Perspectives on Accounting*, Nº 16, pp. 151-163.
- Abeysekera, I. (2006), “The Project of Intellectual Capital Disclosure: Researching the Research”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol.7, Nº 1, pp. 61-77.
- Amir, E. e Lev, B. (1996), “Value-Relevance of Nonfinancial Information: The Wireless Communications Industry”, *Journal of Accounting and Economics*, Nº 22, pp. 3-30.
- April, K., Bosma, P. e Deglon, D. (2003), “IC Measurement and Reporting: Establishing a Practice in SA Mining”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 4, Nº 2, pp. 165-180.
- Barako, D., Hancock, P. e Izan, H. (2006), “Factors Influencing Voluntary Corporate Disclosure by Kenyan Companies”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol.14, Nº 2, pp. 107-125.
- Beattie, V. e Thomson, S. (2007), “Lifting the Lid on the Use of Content Analysis to Investigate Intellectual Capital Disclosures”, *Accounting Forum*, Nº 31, pp. 129-163.
- Botosan. C.A. (1997), “Disclosure Level and the Cost of Equity Capital”, *The Accounting Review*, Vol. 72, N º3, pp. 323-350.
- Bozzolan, S., O'Regan, P. e Ricceri, F. (2006), “Intellectual Capital Disclosure (ICD) – A comparison of Italy and UK”, *Journal of Human Resource Costing&Accounting*, Vol.10, Nº 2, pp. 92-113.
- Bozzolan, S., Favotto, F. e Ricceri, F. (2003), “Italian Annual Intellectual Capital Disclosure – An Empirical Analysis”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol.4, Nº 4, pp. 543-558.
- Brás, F. (2007), “Necessidade e Dificuldades em Valorizar o Capital Humano”, *Revista de Estudos Politécnicos*, Vol.4, Nº 7, pp. 291-319.

- Brennan, N. (2001), “Reporting Intellectual Capital in Annual Reports: Evidence from Ireland”, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 14, Nº 4, pp. 423-436.
- Brooking, A. (1997), “Management of Intellectual Capital”, *Long Range Planning*, Nº 20, pp. 364-365.
- Brown, S., Lo, K. e Lys, T. (1999), “Use of R^2 in Accounting Research: Measuring Changes in Value Relevance Over the Last Four Decades”, *Journal of Accounting and Economics*, Nº 28, pp. 83-115.
- Bukh, N. e Johanson, U. (2003), “Research and Knowledge Interaction - Guidelines for Intellectual Capital Reporting”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol.4, Nº 4, pp. 576-587.
- Bukh, N., Nielsen, C., Gormsen, P., e Mouritsen, J., (2005), “Disclosure of Information on Intellectual Capital in Danish IPO Prospectuses”, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol.18, Nº 6, pp. 713-732.
- Cabrita, M. e Vaz, J. (2006), “Intellectual Capital and Value Creation: Evidence from the Portuguese Banking Industry”, *The Electronic Journal of Knowledge Management*, Vol.4, pp. 11-20, disponível no sítio da Internet: www.ejkm.com.
- Caddy, I. (2000), “Intellectual Capital: Recognizing Both Assets and Liabilities”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol.1, Nº 2, pp. 129-146.
- Campbell, D. (2000), “Legitimacy Theory or Managerial Reality Construction? Corporate Social Disclosure in Marks and Spencer Plc Corporate Reports, 1969-1997”, *Accounting Forum*, Vol.24, Nº 1, pp. 80-100.
- Chen, M., Cheng, S. e Hwang, Y. (2005), “An Empirical Investigation of the Relationship Between Intellectual Capital and Firm’s Market Value and Financial Performance”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol.6, Nº 2, pp. 159-176.
- Collins, D., Maydew, E. e Weiss, I. (1997) “Changes in the Value and Relevance of Earnings and Book Values Over the Past Forty Years”, *Journal of Accounting and Economics*, Nº 24, pp. 39-67.
- Cormier, D. e Magnan, M. (2003), “Environmental Reporting Management: a Continental European Perspective”, *Journal of Accounting and Public Policy*, Nº 22, pp. 43-62.

- Depoers, F. (2000), “A Cost-Benefit Study of Voluntary Disclosure: Some Empirical Evidence from French Listed Companies”, *The European Accounting Review*, Vol.9, Nº 2, pp. 245-263.
- Eccles, R., Herz, R., Keegan, E. e Phillips, D. (2001), *The Value Reporting Revolution: Moving beyond the Earnings Game*, New York: John Wiley & Sons.
- Edvinsson, L. (1997), “Developing Intellectual Capital at Skandia”, *Long Range Planning*, Vol.30, Nº 3, pp. 366-373.
- Ely, K. e Waymire, G. (1999), “Special Section on the Relevance of Financial Statements: Accounting Standard-setting Organizations and Earnings Relevance: Longitudinal Evidence from NYSE Common Stocks”, *Journal of Accounting Research*, Nº 37, pp. 293-317.
- Firer, S. e Williams, S. (2005), “Firm Ownership Structure and Intellectual Capital Disclosures”, *SA Journal of Accounting Research*, Vol.19, Nº 1, pp. 1-18.
- Francis, J. e Schipper, K. (1999), “Have Financial Statements Lost their Relevance?”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, pp. 319-352.
- Galbreath, J. (2005), “Which Resources Matter the Most to Firm Success? An Exploratory Study of Resource-Based Theory”, *Technovation*, Vol. 25, pp. 979-987.
- García-Meca, E., Parra, I., Lárán, M. e Martínez, I. (2005), “The Explanatory Factors of Intellectual Capital Disclosure to Financial Analysts”, *European Accounting Review*, Vol. 14, Nº 1, pp. 63-94.
- García-Meca, E. e Martínez, I. (2005), “Assessing the Quality of Disclosure on Intangibles in the Spanish Capital Market”, *European Business Review*, Vol.17, Nº 4, pp. 305-313.
- Goh, P. C. e Lim, K. P. (2004), “Disclosing Intellectual Capital in Company Annual Reports - Evidence from Malaysia”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol.5, Nº 3, pp. 500-510.
- Gomes, P., Serra, S. e Ferreira, E. (2007), “Medida e Divulgação do Capital Intelectual: As Empresas Portuguesas Cotadas na Euronext”, *Revista del Instituto de Costos*, Nº 1, pp. 88-115.
- Guthrie, J., Petty, R., Ferrier, F. e Wells, R. (1999), “There is no Accounting for Intellectual Capital in Australia: A Review of Annual Reporting Practices and

- the Internal Measurement of Intangibles”, OECD Symposium on Measuring and Reporting of Intellectual Capital, Amsterdão.
- Guthrie, J. e Petty, R. (2000), “Intellectual Capital: Australian Annual Reporting Practices”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol.1, Nº 3, pp. 241-251.
- Guthrie, J., Petty, R., Yongvanich, K. e Ricceri, F. (2004), “Using Content Analysis as a Research Method to Inquire into Intellectual Capital Reporting”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol.5, Nº 2, pp. 282-293.
- Guthrie, J., Petty, R. e Ricceri, F. (2006), “The Voluntary Reporting of Intellectual Capital: Comparing Evidence from Hong Kong and Australia”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol.7, Nº 2, pp. 254-271.
- Haniffa, M.R. e Cooke, T.E. (2005), “The Impact of Culture and Governance on Corporate Social Reporting”, *Journal of Accounting and Public Policy*, 24, pp. 391-430.
- Healy, P. e Palepu, K. (1993). “The Effect of Firm’s Financial Disclosure Strategies on Stock Prices”, *Accounting Horizons*, Vol.7, Nº 1, pp. 1-11.
- Healy, P., Hutton, A. e Palepu, K. (1999), “Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure”, *Contemporary Accounting Research*, Vol.16 Nº 3, pp. 485-520.
- Hirschey, M., Richardson, V. e Scholz, S. (2001), “Value Relevance of Nonfinancial Information: The Case of Patent Data”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 17, pp. 223-235.
- Ho, S.S.M. e Wong, K.S. (2001), “A Study of the Relationship Between Corporate Governance Structures and the Extent of Voluntary Disclosure”, *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, Vol.10; Nº 2, pp.139-156.
- IASCF, (2001), “Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements”.
- Jensen, M. e Meckling, W. (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol.2, Nº 4, pp. 305-360.
- Johnson, W.H.A. (1999), “An Integrative Taxonomy Intellectual Capital: Measuring the Stock and Flow of Intellectual Capital Components in the Firm”, *International Journal of Technology*, 18, 5-8, pp. 562-575.

- Kaplan, R.S., e Norton, D.P. (1992), “The Balanced Scorecard – Measure that Drives Performance”, *Harvard Business Review*, Vol.70, Nº 1, pp. 71-79.
- Krippendorff, K. (1980), *Content Analysis: An Introduction to its Methodology*, Beverley Hill, CA: Sage Publications.
- Lajili, K. e Zéghal, D. (2006), “Market Performance Impacts of Human Capital Disclosures”, *Journal of Accounting and Public Policy*, Nº 25, pp.171-194.
- Lang, M.H. e Lundholm, R.J. (1993), “Cross-sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures”, *Journal of Accounting Research*, Nº 31, pp. 246-271.
- Lang, M.H. e Lundholm, R.J. (2000), “Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hying the Stock?”, *Contemporary Accounting Research*, Vol.17 Nº 4, pp. 623-42.
- Lev, B. e Penman, S. (1990), “Voluntary Forecast Disclosure, Nondisclosure, and Stock Prices”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 28, Nº 1, pp. 49-76.
- Lev, B. e Zambon, S. (2003), “Introduction to the Special Issue”, *European Accounting Review*, Vol. 12; Nº 4, pp. 597–603.
- Lev, B. e Zarowin, P. (1999), “The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them”, *Journal of Accounting Research*, Vol.37, Nº 2, pp. 353-385.
- Lev, B. (2001), *Intangibles, Management, Measurement and Reporting: The Brookings Institution*, Washington, D.C.
- Li, J., Pike, R. e Haniffa, R. (2006), “Intellectual Capital Disclosures in Corporate Annual Reports: A European Comparison”, Working Paper Series, Nº 6, Bradford University School of Management.
- Li, J., Pike, R. e Haniffa, R. (2007), “Intellectual Capital Disclosures in Knowledge Rich Firms: The Impact of Market and Corporate Governance Factors”, Working Paper Series, Nº 7, Bradford University School of Management.
- Li, D.Q e Wu, X.B. (2004), “Empirical Study on the Linkage of Intellectual Capital and Firm Performance”, International Engineering Management Conference, pp. 515-519.
- Miller, J. e H. Whiting, R. (2005), “Voluntary Disclosure of Intellectual Capital and the «Hidden Value»”, Comunicação apresentada na 2005 Accounting and Finance Association of Australia and New Zealand Conference, Melbourne, 3-5 July 2005.

- Milne, M. e Adler, R. (1999), “Exploring the Reliability of Social and Environmental Disclosures Content Analysis”, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Nº 12, pp. 237-256.
- Mouritsen, J., Bukh, N. e Bang, H. (2005), “Understanding Intellectual Capital in an Innovative Medium-Sized Firm: The Case of Maxon Telecom”, *Australian Accounting Review*, Vol.15, Nº 2, pp. 30- 39.
- Oliveira, L., Rodrigues, L. e Craig, R. (2006a), “Firm-specific Determinants of Intangibles Reporting: Evidence from the Portuguese Stock Market”, *Journal of Human Resource Costing and Accounting*, Vol. 10, Nº 1, pp. 11-33.
- Oliveira, L., Rodrigues, L. e Craig, R. (2006b), “The Value Relevance of Financial Reporting and Intangible Assets: Evidence from the Portuguese Stock Market”, comunicação apresentada na Financial Reporting and Business Communications Research Unit Tenth Annual Conference, Cardiff, 6-7 Julho.
- Órdonez de Pablos, P. (2003), “Intellectual Capital Reporting in Spain: a Comparative View”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 4, Nº 1, pp. 61-81.
- Penman, S. (1980), “An Empirical Investigation of the Voluntary Disclosure of Corporate Earnings Forecasts”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 18, Nº 1, pp. 132-60.
- Petty, R. e Cuganesan, S. (2005), “Voluntary Disclosure of Intellectual Capital by Hong Kong Companies: Examining Size, Industry and Growth Effects over Time”, *Australian Accounting Review*, Vol. 15, Nº 2, pp. 40-50.
- Petty, R. e Guthrie, J. (2000), “Intellectual Capital Literature Review - Measurement, Reporting and Management”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol.1, Nº 2, pp. 155-176.
- Pike, S., Rylander, A. e Roos, G. (2000), “Intellectual Capital Management and Disclosure”, in *The Strategic Management of Intellectual Capital and Organisational Knowledge: A Selection of Readings*, Oxford University Press, New York.
- Pulic, A. (1998), “Measuring the Performance of Intellectual Potential in Knowledge Economy”, disponível no sítio da Internet: www.measuring-ip.at/Opapers/Pulic/Vaictxt.vaictxt.html.

- Pulic, A. (2004), “Intellectual capital – Does it Create or Destroy Value?”, *Measuring Business Excellence*, Vol.8, Nº 1, pp. 62-68.
- Ross, S. (1977), “The Determination of Financial Structure: the Incentive-Signalling Approach”, *Bell Journal of Economics*, Vol.8, Nº 1, pp. 23-40.
- Rylander, A., Jacobsen, K. e Roos, G. (2000), “Towards Improved Disclosure on Intellectual Capital”, *International Journal of Technology Management*, Vol.20, pp. 715-741.
- Sengupta, P. (1998) “Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt”, *Accounting Review*, Vol. 73, pp. 459-474.
- Sitar, A. e Vasic, V., (2005), “Measuring Intellectual Capital: Lessons Learned from a Practical Implementation” in *Intellectual Capital and knowledge Management*, Faculty of Management Koper, University of Primorska, pp. 337 – 351.
- Skinner, D. (1994), “Why Firms Voluntarily Disclose Bad News”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, pp. 38–60.
- Spence, M. (1973), “Job Market Signalling”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol.87, Nº 3, pp. 355-374.
- Stanton, P. e Stanton, J. (2002), “Corporate Annual Reports: Research Perspectives Used”, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol.15, Nº 4 pp. 478-500.
- Suchman, M. C. (1995), “Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches”, *Academy of Management Review*, Vol. 20, Nº 3, pp. 571-610.
- Sveiby, K. (1997), *The New Organizational Wealth: Managing and Measuring Knowledge Based Assets*, Berret-Koehler Pub. Inc., San Francisco.
- Swart, J. (2006), “Intellectual capital: Disentangling an Enigmatic Concept”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 7, Nº 2, pp. 136-159.
- Tseng, C. e Goo, Y. (2005), “Intellectual Capital and Corporate Value in an Emerging Economy: Empirical Study of Taiwanese Manufacturers”, *R&D Management*, Vol.35, Nº 2, pp. 187-201.
- Unerman, J. (2000), “Methodological Issues - Reflections on Quantification in Corporate Social Reporting Content Analysis”, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol.13, Nº 5, pp. 667-680.

- Vergauwen, P. e Alem, F. (2005), “Annual Report IC Disclosures in the Netherlands, France and Germany”; *Journal of Intellectual Capital*, Vol.6, Nº 1. pp.89-104.
- Verrecchia, R. (1983), “Discretionary Disclosure”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.5, pp. 179-194.
- Watson, A., Shrives, P. e Marston, C. (2002), “Voluntary Disclosure of Accounting Rations in UK”, *British Accounting Review*, 34, pp. 289-313.
- Watts, R. e Zimmerman, J. (1978), “Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards”, *The Accounting Review*, Vol. 53, Nº 1, pp. 112-134.
- Watts, R. e Zimmerman, J. (1979), “The Demand for and Supply of Accounting Theories: The Market for Excuses”, *The Accounting Review*, Vol. 54, Nº 2, pp. 273-305.
- Watts, R. e Zimmerman, J. (1990), “Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective”, *The Accounting Review*, Vol. 65, Nº 1, pp. 131-156.
- Williams, S. (2001), “Are Intellectual Capital Performance and Disclosure Practices Related?”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol.2, Nº 3, p.p. 192-203.
- Wong, M e Gardner, C. (2005), “Intellectual Capital Disclosure: New Zealand Evidence”, Trabalho em curso, Department of Accountancy and Business Law.
- Yongvanich, K. e Guthrie, J. (2005), "Extended Performance Reporting: An Examination of the Australian Mining Industry", *Accounting Forum*, 29, pp. 103-119.

10. Anexos

10.1. Amostra

Nº	Empresa	Indústria	Sector
1	Altri	2000 Industrials	2700 Industrial Goods & Services
2	BCP	8000 Financials	8300 Banks
3	BES	8000 Financials	8300 Banks
4	BPI	8000 Financials	8300 Banks
5	Banif	8000 Financials	8300 Banks
6	Brisa	2000 Industrials	2700 Industrial Goods & Services
7	Cimpor	2000 Industrials	2300 Construction & Materials
8	Cires	1000 Basic Materials	1300 Chemicals
9	Cofina	5000 Consumer Services	5500 Media
10	Compta	9000 Technology	9500 Technology
11	Corticeira Amorim	3000 Consumer Goods	3500 Food & Beverage
12	EDP	7000 Utilities	7500 Utilities
13	Estoril Sol	5000 Consumer Services	5700 Travel & Leisure
14	Finibanco	8000 Financials	8300 Banks
15	Fisipe	1000 Basic Materials	1300 Chemicals
16	FCP	5000 Consumer Services	5700 Travel & Leisure
17	Galp Energia	0001 Oil & Gas	0500 Oil & Gas
18	Ibersol	5000 Consumer Services	5700 Travel & Leisure
19	Grao Para	2000 Industrials	2300 Construction & Materials
20	Impresa	5000 Consumer Services	5500 Media
21	Inapa	1000 Basic Materials	1700 Basic Resources
22	J Martins	5000 Consumer Services	5300 Retail
23	Lisgrafica	2000 Industrials	2700 Industrial Goods & Services
24	Media Capital	5000 Consumer Services	5500 Media
25	Mota Engil	2000 Industrials	2300 Construction & Materials
26	Novabase	9000 Technology	9500 Technology
27	Orey Antunes	2000 Industrials	2700 Industrial Goods & Services
28	P Telecom	6000 Telecommunications	6500 Telecommunications
29	Pap Fernandes	1000 Basic Materials	1700 Basic Resources
30	Pararede	9000 Technology	9500 Technology
31	Portucel	1000 Basic Materials	1700 Basic Resources
32	Pt Multimedia	5000 Consumer Services	5500 Media
33	Reditus	9000 Technology	9500 Technology
34	S Caetano	2000 Industrials	2700 Industrial Goods & Services
35	Soares Costa	2000 Industrials	2300 Construction & Materials
36	Sag Gest	5000 Consumer Services	5300 Retail
37	Semapa	2000 Industrials	2300 Construction & Materials
38	Sonae SGPS	5000 Consumer Services	5300 Retail
39	Sonae Ind	2000 Industrials	2300 Construction & Materials
40	Sonaeacom	6000 Telecommunications	6500 Telecommunications
41	Sporting	5000 Consumer Services	5700 Travel & Leisure
42	Sumolis	3000 Consumer Goods	3500 Food & Beverage
43	Teixeira Duarte	2000 Industrials	2300 Construction & Materials
44	Tertir	2000 Industrials	2700 Industrial Goods & Services
45	Vaa Vista Alegre	3000 Consumer Goods	3700 Personal & Household Goods