

A informação financeira publicada pelas empresas

*Elísio Brandão **

Introdução

O objectivo de este estudo é de analisar as condições em que a informação financeira é, actualmente, produzida pelas empresas. Os relatórios financeiros publicados pelas sociedades têm por finalidade fornecer informação útil aos presentes e potenciais accionistas e credores para a tomada de decisão racional de investimento, de desinvestimento ou de concessão de crédito.

Os estados financeiros divulgados pelas empresas podem desempenhar um papel importante na tomada de decisões, num contexto de incerteza.

Eles têm, como refere Beaver (1991), consequências económicas importantes nos domínios: da distribuição da riqueza e da partilha do risco; do consumo e do investimento; da afectação de recursos entre as empresas; dos montantes afectos à produção, certificação, divulgação, tratamento, análise e interpretação dos relatórios; dos valores disponibilizados para a regulamentação e investigação de informação, etc.

Para Bartov e Bodnar (1996), a assimetria na informação entre os participantes no mercado traduz-se em elevados custos de transacção que aumentam a taxa de rentabilidade exigida e baixam o preço actual dos títulos. Os gestores desejando maximizar o valor das suas empresas são incentivados a reduzir a assimetria na informação e seleccionarem as técnicas financeiras que tornam os relatórios mais informativos para os investidores.

Segundo Baiman e Verrecchia (1996), o aumento da divulgação da informação reduz o custo do capital e aumenta a liquidez dos títulos.

Por conseguinte, as contas das sociedades são, por um lado, procuradas por um grande número de grupos e os dirigentes tomam em consideração vários factores na sua elaboração. Por outro lado, a produção e a publicação dos relatórios são influenciadas por forças coercivas e do mercado.

A informação financeira é, pois, um bem económico que obedece a uma procura e a uma oferta.

Este trabalho está dividido em duas partes:

— A primeira é consagrada às perspectivas subjacentes à elaboração dos relatórios financeiros, aos diferentes grupos que os procuram, bem como à análise das condições em que eles têm valor;

— A segunda tem por objecto expor os factores que influenciam os gestores na sua elaboração e realçar a influência das forças de regulamentação e de mercado na oferta de informação.

No que respeita às forças coercivas apresentaremos o contexto institucional actual nos EUA, em França e em Portugal, bem como as teorias justificativas das mesmas.

Quanto às forças de mercado apresentaremos as condições em que os dirigentes são incitados a publicarem voluntariamente a informação financeira bem como as variáveis utilizadas.

Por último, tiraremos as principais conclusões.

* Licenciado em Economia pela Faculdade de Economia da Universidade do Porto. Mestre (DEA) e Docteur d'Etat" pela Universidade de Paris-Dauphine. Professor da Faculdade de Economia da Universidade do Porto.

Parte I — Procura de informação

Perspectivas subjacentes à elaboração dos relatórios financeiros

A elaboração dos relatórios financeiros obedeceu, nos últimos anos, a três perspectivas, como o põe em evidência Beaver (1991): económica, informacional e económica num contexto informacional.

A preocupação dos dirigentes de prestarem contas aos accionistas e aos credores dos resultados das suas gestões esteve subjacente à elaboração dos primeiros relatórios. Isto conduziu ao corte da actividade da empresa em períodos (ano, semestre, trimestre e mês).

O princípio contabilístico que permitiu a segmentação actividade da empresa foi o do *accrual concept* ou *match concept*.

A variedade de métodos e de princípios conduziu à adopção do conceito de resultado económico visto que este possui as qualidades de um resultado «ideal».

No final dos anos 60 a perspectiva económica foi substituída pela abordagem informacional.

A alteração de abordagem é demonstrada pelos estudos efectuados nos domínios da economia da informação e do comportamento dos títulos. Ela é, igualmente, evidenciada pelo FASB no seu «Statement of Financial Accounting Concept n.º 1», que estipula que «os relatórios financeiros devem fornecer informação útil aos investidores actuais e potenciais, bem como a outros utilizadores»

Segundo Ijiri (1978) a simplicidade da abordagem pelos fluxos justifica a sua preferência relativamente ao do resultado económico.

Os defensores da abordagem informacional ainda argumentam que o conceito de resultado económico nem sempre está bem definido e que o consenso entre os diferentes agentes económicos é difícil de obter. Há, contudo, mercados e ambiente de incerteza em que o resultado económico é bem definido.

Assim, e de acordo com Beaver (*op. cit.*), os relatórios financeiros actuais são elaborados de

acordo com uma perspectiva económica num contexto informacional.

A apresentação dos grupos que procuram a informação é o objecto da secção seguinte.

Grupos que procuram a informação

A informação dos estados financeiros é uma espécie particular de informação e está sujeita aos limites da contabilidade financeira.

Apesar dos limites descritos existe um grande número de grupos que procuram os elementos financeiros. Estes grupos não têm nem as mesmas necessidades nem o mesmo acesso à informação.

O conhecimento das especificidades de cada grupo permite compreender melhor os factores que afectam a procura de informação financeira.

Na comunidade financeira podemos distinguir os seguintes grupos: os investidores, os credores, os obrigacionistas, os analistas financeiros, os dirigentes, os fornecedores, os clientes, os sindicatos, as organizações patronais, as instituições de regulamentação, os departamentos governamentais, etc.

No que diz respeito aos **investidores** eles constituem o principal grupo que procura a informação financeira. Este grupo é confrontado com questões que implicam decisões entre consumir ou investir.

Optando por investir, têm que analisar as diferentes oportunidades e escolher o projecto ou grupo de projectos que optimizam a sua função de utilidade. Assim, os investidores são confrontados com problemas de compra, retenção e venda de títulos, o que implica a determinação da sua data de compra e de venda.

A cada investimento está associado um *cash flow* futuro e um risco. A fim de reduzir a incerteza e estimar a rentabilidade os investidores têm necessidade de:

- Antecipar a geração de resultados e a distribuição de dividendos;
- Prever o comportamento dos preços dos valores mobiliários;
- Analisar a eficiência da gestão.

Sistematizando, podemos dizer que os investidores preocupam-se em avaliar:

- Se os objectivos fixados são atingidos;
- As necessidades actuais e futuras em fundo de maneo;
- A capacidade de financiamento e de autofinanciamento;
- A estabilidade e a vulnerabilidade dos activos;
- A capacidade para efectuar futuras reafecções de recursos;
- Os riscos de liquidez, taxas de juro e de câmbio;
- Os planos de investimentos e de financiamentos;
- A comparação com outras empresas, no mesmo período de tempo ou com a mesma empresa ao longo de vários períodos de tempo;
- A capacidade da empresa para gerar resultados.

Contudo, os investidores não têm as mesmas necessidades de informação e constituem um grupo bastante heterogéneo cujas diferenças se situam aos níveis: da riqueza, dos gostos e preferências (atitudes face ao risco), das antecipações sobre o estado da natureza ou do mundo que ocorrerão, do acesso à informação e da capacidade de interpretação dos dados financeiros.

A procura de informação financeira, pelos investidores, é influenciada pela política¹ (diversificada ou não diversificada) e estratégia² de gestão (activa ou passiva) da carteira de títulos.

Atendendo à heterogenidade dos investidores estes são normalmente divididos em dois subgrupos:

- Investidores particulares e institucionais.

Entre os investidores particulares podemos distinguir:

- Os que possuem fracos conhecimentos técnicos de finanças mas dispõem de importantes recursos monetários e, portanto, podem recorrer aos serviços profissionais de consultoria e de gestão;
- Os que possuem informações superiores às que são publicadas nos relatórios financeiros;
- Finalmente, os que só se servem do preço de mercado dos títulos como meio de informação.

O subgrupo dos investidores institucionais é de grande importância na medida em que dispõe de especialistas e de recursos financeiros que não são acessíveis a um investidor isolado. O traço comum a este subgrupo de investidores é efectuar a recolha da poupança individual e o investimento em valores mobiliários.

Este subgrupo é constituído, entre outros, pelos bancos, pelas companhias de seguros, pelas caixas de depósitos, pelos fundos de pensões e detem entre 15 % e 25 % da capitalização bolsista das principais praças financeiras.

Quanto aos **obligacionistas** estes constituem um grupo importante que procura a informação na medida em que se preocupam com a análise do risco das taxas de juro e de falência das empresas.

Se no contrato de subscrição das obrigações existirem cláusulas que obriguem a sociedade a satisfazer um determinado nível de liquidez, a não exceder um certo valor de necessidades em fundo de maneo ou uma certa estrutura financeira, os obrigacionistas procuram os relatórios financeiros a fim de averiguarem se estas restrições estão a ser satisfeitas.

¹ A política de gestão de uma carteira de títulos diversificada permite reduzir a incerteza e o risco. Por conseguinte, tratando-se de um investidor que tem uma carteira de títulos bem diversificada, é menos incitado a procurar a informação.

² Tratando-se de uma estratégia passiva de gestão de uma carteira de títulos, o investidor compra e conserva os títulos até ao momento em que estes começam a descer. Portanto, estes investidores não se esforçam por antecipar a evolução dos preços dos títulos visto que não efectuam transacções especulativas.

Em contrapartida, no caso de uma estratégia activa os investidores esforçam-se por saber quais são os títulos que estão subavaliados ou sobre-avaliados a fim de efectuarem o reajustamento da carteira de títulos. De acordo com esta estratégia os valores mobiliários têm uma rotação mais elevada que a dos títulos que estão a ser geridos de acordo com uma estratégia passiva.

As empresas podem emitir vários tipos de obrigações:

— Clássicas: que só dão direito aos juros;

— Com faculdade aquisitiva de acções:

- Obrigações convertíveis em acções;
- Obrigações trocáveis por acções;
- Obrigações com *warrants* (dão direito a subcrever acções);

— Com rendimento variável em função:

- Do preço;
- Dos lucros (obrigações participativas);
- Da taxa básica de juros.

Portanto, os obrigacionistas estão naturalmente interessados em analisar se a distribuição de dividendos é feita só com base nos resultados e se o risco é o desejado.

Quanto aos **analistas financeiros**, eles procuram a informação (os dados) a fim de a interpretar (processar) e de a tornar acessível aos investidores. Este grupo é importante por causa dos conhecimentos que possuem e do seu número (nos USA existem mais de 14 500 inscritos no Financial Analyst Federation).

Os relatórios que eles elaboram exprimem a capacidade que eles possuem para compreender e sintetizar a informação.

No que respeita aos **bancos e outros credores**, estes procuram a informação porque muitos dos créditos que concedem às empresas são formalizados através de contratos que contêm cláusulas respeitantes à liquidez, à estrutura de capitais, à distribuição de resultados, etc. Estas variáveis servem para determinar o montante, a taxa de juro e o período de reembolso do empréstimo. O controlo e execução dos contratos por parte dos bancos só é possível com o acesso aos relatórios financeiros.

Do mesmo modo, os restantes credores procuram informação tendo em vista a concessão de crédito.

Os dirigentes constituem um grupo importante que procura a informação financeira. Esta importância resulta, como o sublinham Jensen e Meckling (1976), da relação de agência entre eles e os accionistas.

No que concerne aos **trabalhadores**, estes procuram a informação para analisarem a segurança, a estabilidade e a prosperidade da empresa. Assim, estes podem perspectivar os aumentos de salários, a melhoria das condições de trabalho e a progressão futura na hierarquia da empresa.

Quanto aos **clientes**, estes procuram a informação porque têm interesse em conhecer a situação dos fornecedores para ajuizarem da estabilidade dos fornecimentos a médio e longo prazos. Tratando-se de fornecedores estratégicos, o interesse é naturalmente acrescido.

No que respeita aos **concorrentes**, estes procuram a informação porque é-lhes fundamental analisar a *performance* das empresas que se encontram no mesmo ramo e sector de actividade. De facto, é-lhes importante saberem como é que os concorrentes fazem face às rápidas alterações do meio envolvente, às novas dinâmicas dos mercados, às políticas de compras de matérias-primas e de vendas dos produtos, ao custo do capital, às políticas salariais, etc.

Os **governos e as instituições públicas de regulamentação** procuram a informação para definirem a política macroeconómica (nomeadamente, nos domínios monetário, fiscal, orçamental, cambial, etc.) e estabelecerem as normas de elaboração dos relatórios financeiros, bem como o seu conteúdo, forma e periodicidade.

Valor da informação financeira

O valor da informação financeira é, normalmente, estudada de acordo com duas abordagens, a saber:

— A primeira tem uma natureza descritiva e consiste em indicar quais são as qualidades ou características qualitativas que devem possuir os relatórios financeiros, tais como: a credibilidade, a verificabilidade, a neutralidade, a exactidão, a comparabilidade, etc.;

— A segunda insere-se no quadro formal da teoria estatística da tomada de decisão em contexto incerto e está estritamente associada à análise económica da informação.

O primeiro tipo de abordagem é seguido pelo American Accounting Association e o segundo,

entre outros, por Demski (1980), Beaver (1991) e Hirshleifer e Riley (1979). A última óptica é a adoptada neste estudo.

Conceitos importantes para a análise económica são o valor actual e o resultado económico. Contudo, eles nem sempre são bem definidos. Por esse motivo, para melhor situar a nossa perspectiva, iremos precisar o tipo de mercado e de futuro subjacentes ao estudo.

Tratando-se de um mercado **perfeito**³, **completo**⁴ e de **futuro certo**⁵, o mecanismo do valor actual é bem definido bem como o de resultado económico. Mas a informação, nesta hipótese, não tem nenhum valor visto que os decisores sabem com certeza, no presente, o que vai ocorrer no futuro e, por conseguinte, a informação não lhes altera as antecipações iniciais.

Se o mercado for imperfeito, incompleto e o futuro incerto, a noção de valor actual e de resultado económico não tem sentido por causa da heterogeneidade das preferências e das antecipações dos agentes sobre o mercado, embora a informação seja extremamente útil.

Se o mercado é perfeito, completo e o futuro incerto, os conceitos de valor actual e de resultado económico são bem definidos e não é possível prever com precisão o que ocorrerá. Nesta situação, a informação privada é útil na medida em que reduz a dispersão.

De acordo com o quadro que acabámos de descrever, os elementos da tomada de decisão são constituídos pelos conjuntos de todas as acções e estados da natureza possíveis, as consequências dos mesmos e as funções de utilidade e de probabilidade.

No contexto em que nos situamos, um dos contributos pioneiros foi o de Shannon. Contudo, apresenta grandes limites na medida em que o valor de um sistema de informação depende da quantidade de transmissão das mensagens.

Contributos mais recentes, nomeadamente o de Beaver (*op. cit.*), vieram provar que o valor de

um sistema de informação não depende da quantidade de transmissão das mensagens mas da sua capacidade para rever as antecipações iniciais.

Para cada valor de $m \in M$ o decisor escolherá a acção α_m que maximiza a sua utilidade esperada.

O valor do sistema de informação financeiro é expresso pela utilidade esperada do decisor baseado nas suas antecipações revistas — segundo a Lei de Bayes — após dedução da utilidade esperada com base nas antecipações iniciais e do custo de obtenção das mensagens.

Assim, o valor de um sistema de informação pode ser expresso através da fórmula matemática seguinte:

$$VI = E(U / \alpha_m) - E(U / \alpha) - E [K(\alpha, m)] = \\ = \int_M \left\{ \int_{\Omega} U(\alpha(\omega, \alpha_m)) \left[\frac{\pi(m/\omega)\pi(\omega)}{\int_{\Omega} \pi(m/\omega)\pi(\omega) d\omega} \right] d\omega \right\} dm - \\ - \int_{\Omega} U(\alpha(\omega, \alpha)) \pi(\omega) d\omega - \int_M \int_{\Omega} K(\omega, m) \pi(m/\omega) \\ \pi(\omega) d\omega dm$$

onde:

VI é o valor do sistema de informação;

A primeira parte da equação exprime a utilidade esperada resultante da selecção da acção α , sabendo que a mensagem m foi emitida;

A segunda parte exprime a utilidade esperada com base nas probabilidades *a priori*;

A terceira parte da expressão traduz o custo da informação;

M é o conjunto das mensagens m ;

Ω é o conjunto dos estados da natureza ou do mundo ω ;

Λ é o conjunto dos elementos α que exprimem as acções ou variáveis endógenas;

Os diferenciais $d\omega$ e dm indicam que cada integral da equação pode ser quer um integral de uma função densidade de probabilidade quer a soma de valores da função de probabilidade discreta.

³ Mercado perfeito é aquele em que não existem nem custos de transacção nem impostos e todos os investidores têm as mesmas oportunidades.

⁴ Mercado completo é aquele em que os bens são divisíveis e existe um preço para todos.

⁵ O futuro é certo quando no presente se consegue antecipar com precisão o que vai ocorrer no futuro, isto é, não há desvios entre as previsões e as realizações.

Portanto, um sistema de informações só tem valor se as mensagens por ele emitidas conduzirem à revisão das antecipações iniciais do decisor e, conseqüentemente, à sua utilidade esperada.

Mais ainda, se o sistema não for gratuito, o decisor recorrendo a ele pode ter uma utilidade inferior à que teria se tomasse a decisão ignorando-o.

Após termos exposto os principais grupos que procuram a informação financeira e as condições em que ela pode ter valor, concentraremos a nossa atenção sobre a oferta de informação.

Parte II — Oferta de informação

Inicialmente apresentaremos os principais factores que influenciam os gestores na selecção das técnicas financeiras e, posteriormente, as forças de regulamentação e de mercado.

Factores que influenciam os dirigentes na selecção das técnicas financeiras

A análise dos factores que influenciam os gestores na selecção das técnicas financeiras tem sido objecto de estudos por parte de investigadores, entre os quais se destacam Foster (1986), Watts e Zimmerman (1986), Zmijewski e Hagerman (1981), Leftwich (1981).

Várias têm sido as abordagens utilizadas, a saber: a entrevista e o questionário; a interativa e a positiva.

Na nossa análise situar-nos-emos na abordagem positiva. Contudo, num primeiro tempo, faremos uma apresentação sucinta dos estudos que utilizaram as duas primeiras perspectivas, bem como os limites que elas apresentam.

No estudo de Granof e Short (1984), foi utilizada a óptica da entrevista e do questionário. De acordo com este estudo, os dirigentes tomam em conta, na escolha das técnicas financeiras, os seguintes factores:

- A economia de impostos;
- A complexidade administrativa;

— O impacte esperado sobre o preço das acções da empresa;

— Os procedimentos do sector e do ramo de actividade;

— O plano de participação dos dirigentes;

— O efeito sobre a distribuição de dividendos e sobre o pagamento de impostos.

Apesar de os resultados serem interessantes, esta perspectiva apresenta algumas limitações, a saber:

— Dificuldade em se saber se os dados fornecidos pelos dirigentes são sinceros, visto que eles podem ser incitados a manipulá-los por causa dos seus planos de participação nos resultados;

— Dificuldades dos dirigentes em justificar decisões passadas, do ponto de vista racional;

— As empresas que respondem aos inquéritos, frequentemente, não constituem uma amostra representativa do universo;

— O processo de tomada de decisão normalmente não depende de um único dirigente: o que responde à entrevista.

Foster (1986) avançou com uma abordagem que supõe que a decisão dos dirigentes respeitante à escolha das técnicas financeiras produz influências recíprocas sobre as outras decisões que eles tomam.

Por outras palavras, as decisões de um dirigente respeitante às alterações das técnicas financeiras influenciam e são influenciadas pelas decisões de exploração, de investimento e desinvestimento, bem como de financiamento.

Segundo este autor (*op. cit.*), os dirigentes são condicionados, na escolha das técnicas financeiras, pelos seguintes factores:

- Disposições legais e regulamentares;
- Coerência com os princípios contabilísticos normalmente aceites;
- Representação da realidade económica;

— Consequências económicas para a empresa e para a gestão ⁶.

Esta abordagem, embora seja interessante, encontra-se numa fase primária de desenvolvimento, situa-se ao nível descritivo, e não consegue estabelecer relações estatísticas entre os factores e as técnicas financeiras.

A tomada em consideração das limitações apresentadas conduz a que se analise a abordagem vulgarmente conhecida por positiva.

Esta perspectiva analisa se os dirigentes têm motivações económicas para escolherem as técnicas financeiras. Por outras palavras, esta óptica tenta estabelecer correlações positivas ou negativas, à luz das teorias económicas recentes, entre os factores e as técnicas financeiras.

O estudo pioneiro de Watts e Zimmerman (1978) é de grande importância neste domínio. De acordo com as investigações mais representativas nesta matéria ⁷ os factores mais vulgarmente avançados são: a dimensão, a intensidade capitalística, a concentração, o risco, o nível de endividamento e o plano de participação dos dirigentes nos resultados das empresas.

As técnicas escolhidas pelos gestores, entre as várias situações possíveis, são:

- Métodos de amortizações (quotas degressivas/quotas constantes);
- Métodos de avaliação das existências (lifo/fifo);
- Tratamento do crédito de imposto de investimentos (um/vários anos);
- Período de amortização dos fundos de pensões de reformas (10 anos/30 anos);
- Cálculo dos juros dos empréstimos (sem/com período de carência);
- Cálculo dos custos de estrutura (*absorption/direct costing*);
- Carteira constituída pelas quatro primeiras.

No que respeita aos factores que influenciam os gestores na selecção das técnicas financeiras, os mais vulgarmente referidos são:

— A **dimensão** das empresas, medida através das vendas e do activo total, é um factor julgado importante, pelos dirigentes, na escolha das técnicas financeiras na medida em que as grandes empresas são observadas pelo público e pelo poder instituído.

Alguns grupos jogam as suas influências junto dos poderes públicos para que estes efectuem a transferência de riqueza destas sociedades para os grupos mais desfavorecidos.

Assim, os dirigentes das grandes empresas são incitados a utilizarem técnicas financeiras que diminuam os resultados das grandes empresas a fim de evitarem a transferência de fundos das suas sociedades.

Este argumento é avançado, entre outros, por Watts e Zimmerman (1978), Hagerman e Zmijewski (1979) e Zmijewski e Hagerman (1981);

— A **intensidade capitalística** das empresas, medida por intermédio do indicador imobilizado bruto/vendas, é outro factor avançado como podendo influenciar os dirigentes. As empresas com este rácio elevado suportam custos políticos.

Em consequência, os gestores serão incitados a seleccionar as técnicas financeiras que reduzem os resultados;

— A **concentração** é outro factor que influencia os dirigentes porque a divulgação de resultados anormalmente elevados incita os poderes públicos a elaborarem leis *anti-trust*. Além disso, a divulgação de resultados elevados estimula a novas entradas no ramo de actividade.

Por conseguinte, é avançado o argumento que a concentração conduz a que os dirigentes escolham procedimentos que diminuam os resultados.

Zmijewski e Hagerman (1981) medem este factor através do *ratio*: vendas das oito maiores

⁶ Uma técnica financeira pode afectar economicamente uma empresa de vários modos: no montante dos impostos a pagar devido à alteração dos resultados; no custo do financiamento devido às alterações da *performance* da empresa; no custo político visto que a probabilidade de transferência de riqueza pode aumentar.

⁷ Os estudos são os de Watts e Zimmerman (1978, 1986), Hagerman e Zmijewski (1979), Zmijewski e Hagerman (1981), Bowen, Noreen e Lacey (1981), Holthausen (1981), Dhaliwal, Salamon e Smith (1982) e Leftwich (1983).

empresas/ total das vendas do ramo de actividade;

— O **risco**, medido pelo modelo de mercado ou pelo montante do **endividamento**, é outro factor avançado como afectando os resultados. As empresas com maior risco têm maior esperança de rentabilidade, o que se compreende graças ao modelo de mercado.

Assim, os dirigentes das empresas com elevado risco serão conduzidos a escolher métodos que diminuam os resultados;

— O **plano de participação dos dirigentes** na riqueza criada nas empresas é outro factor que se supõe afectar os métodos escolhidos. O plano é definido, de acordo com Holthausen e Leftwich (1983), em função dos resultados contabilísticos, de uma taxa de rentabilidade ou do valor dos activos da firma. Portanto, admitem estes autores a existência de uma correlação positiva entre os planos de participação dos dirigentes e as técnicas que aumentam os resultados.

Os dirigentes são confrontados com a necessidade de escolher entre as técnicas ou métodos seguintes:

— Amortizações degressivas ou lineares (métodos de amortização);

— Lifo ou fifo (critérios de avaliação de *stocks*);

— Pagamentos parciais e diluídos no tempo ou diferidos e na totalidade (*flow-through method and deferral method*);

— Constituição do fundo de pensões entre dez e trinta anos ou entre trinta e quarenta anos;

— Capitalização dos juros ou consideração destes como custos;

— Custo completo ou custo variável;

— Constituição de uma carteira a partir dos quatro primeiros.

A escolha de uma técnica ou outra permite aos dirigentes aumentar ou diminuir os resultados;

Os **resultados** das principais investigações empíricas, utilizando a análise em componente principal e a análise dicotómica ou *n*-dicotómica (*probit analysis* e *n-chotomous probit analysis*), confirmam que os factores dimensão e endividamento influenciam os dirigentes na selecção das técnicas financeiras. Estes resultados são coerentes com os argumentos avançados pela teoria económica segundo a qual as empresas suportam custos políticos e de agência.

As forças de regulamentação

A oferta de informação financeira, nomeadamente quanto ao conteúdo, à forma, à frequência e à rapidez de publicação, é influenciada por forças de regulamentação e de mercado.

No que respeita às forças coercivas, analisaremos as principais instituições americanas e francesas que se ocupam da publicação e do controle dos relatórios financeiros das empresas, bem como das principais teorias justificativas da regulamentação.

Presentemente, a elaboração da maior parte dos relatórios financeiros produzidos e publicados pelas empresas tem lugar num contexto regulamentado. De facto, eles são determinados, segundo os países, pelas instituições de regulamentação ou por disposições legais específicas tais como os códigos das sociedades ou dos impostos.

A tendência dos últimos anos é, por um lado, de reforçar o papel das instituições de regulamentação do fluxo de informação financeira e, por outro lado, de reduzir a duração da vigência das normas impostas às empresas.

Os relatórios financeiros publicados pelas empresas americanas⁸ são o resultado, como o realça Foster (1986), de um conjunto de ligações iterativas entre várias instituições situadas a diferentes níveis.

As ligações situam-se, de acordo com Foster (*op. cit.*), a quatro níveis:

— O primeiro é formado pelos poderes executivo, legislativo e judicial;

⁸ O sistema de informação americano merece especial referência devido, por um lado, ao seu papel de precursor em matéria de informação financeira e, por outro lado, à qualidade e quantidade de informação fornecida ao público.

— O segundo é constituído pelas instituições públicas de regulamentação da informação;

— O terceiro reagrupa as instituições privadas;

— O quarto é constituído por grupos de pressão que tentam influenciar as decisões tomadas nos três níveis precedentes.

No centro destas instituições situa-se a SEC e o FASB.

A representação gráfica da estrutura institucional é a seguinte:

1.º nível	O Presidente	O Congresso	Supremo Tribunal.
2.º nível	Min. Finan.	SEC	Outros dep. gover.
3.º nível	FASB.	AICPA	NYSE e ASE.
4.º nível	Fed. Ana. Fin.	Inst. exe. fin.	Out. org. pressão.

A fim de restabelecer a confiança, após a crise financeira de 1929, e proteger os investidores, o Congresso americano publicou duas leis fundamentais:

— A Securities Act (SA) de 1933 respeita particularmente à emissão e à colocação dos valores mobiliários no público;

— A Securities Exchange Act (SEA) de 1934 regulamenta o funcionamento dos mercados financeiros, bem como a transacção dos títulos emitidos⁹.

A protecção dos investidores é garantida por dois meios:

— Obrigação de publicação de informação pelas empresas que fazem apelo público à poupança;

— A repressão dos comportamentos fraudulentos e manipuladores, bem como dos que possuem informação privilegiada e a utilizam com fins especulativos.

Com este fim o Congresso americano instituiu a SEC e incumbiu-a de aplicar a nova legislação e de a completar com novos regulamentos. De facto, nos termos dos artigos 13(b) do SEA de 1934 e 19(b) do SA de 1933, a SEC foi dotada de poderes de definir o conteúdo, a forma e a frequência de produção dos relatórios.

Em França, existe a COB (Commission des Operations de Bourse) e o CNC (Conseil National de la Comptabilité) que desempenham funções idênticas, respectivamente, à SEC e ao FASB nos USA.

Em Portugal, existe a CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) e a CNC (Comissão de Normalização Contabilística) que, se bem que com um papel mais modesto, se esforçam por desempenhar um papel semelhante às suas congéneres estrangeiras.

No que concerne às teorias justificativas da regulamentação da informação financeira estas são em número de quatro, a saber:

- 1 — A falência do mercado;
- 2 — A teoria económica;
- 3 — A externalidade dos relatórios financeiros;
- 4 — A repugnância dos dirigentes em divulgar as más notícias.

De acordo com a primeira teoria, o mercado não é suficientemente forte para que, entregue a si próprio, possa assegurar a eficiência e a equidade e, portanto, um acesso igual de todos os agentes à mesma informação com as mesmas oportunidades. Daí, a necessidade de intervenção dos poderes públicos regulamentando o conteúdo, a forma, a periodicidade dos fluxos de informação financeira.

Contudo, a realização de estudos empíricos realizados nomeadamente por Beaver (1991) não demonstra que a intervenção dos poderes públicos tenha reduzido ou eliminado as fraudes e as manipulações.

Para a segunda teoria, a económica, a informação financeira é o meio através do qual se efectua a transferência de riqueza de uns grupos para os outros. Em face desta situação os poderes públicos têm necessidade de intervir para assegurar a igualdade de tratamento.

⁹ Estas duas leis, ainda hoje em vigor, foram complementadas por outras disposições legais mais especializadas.

A externalidade dos relatórios financeiros é outra teoria justificativa da regulamentação dos relatórios financeiros. Segundo Foster (1986) estar-se-á diante de uma externalidade quando a utilidade associada às consequências da escolha de uma acção e da realização do estado da natureza em uma empresa produz efeitos em outras empresas do mesmo ramo de actividade.

Do ponto de vista da informação financeira duas fontes de externalidades são vulgarmente realçadas:

- O calendário de publicação;
- O conteúdo dos relatórios.

A última teoria sustenta que os gestores das menos boas empresas não estão incentivados a publicar voluntariamente a informação financeira porque ela conduz a um aumento do custo do capital. Por conseguinte, as instituições públicas reivindicam a imprescindibilidade da sua intervenção.

As forças de mercado

De acordo com Bartov e Bodnar (1996), a assimetria da informação entre os participantes no mercado aumenta os custos de transacção dos títulos, a rentabilidade exigida pelos investidores e, por conseguinte, reduz a sua liquidez e o seu preço actual. Em consequência os gestores são incitados a reduzir a assimetria da informação entre os *insiders* e os *outsiders* através da publicação voluntária dos relatórios financeiros.

Para Diamond e Verrecchia (1991), que estudaram a relação entre a assimetria da informação, a liquidez dos títulos e o seu preço, chegaram à conclusão que a publicação de relatórios financeiros com conteúdo informativo influencia a sua liquidez e tem um impacte directo nos preços.

Para Christie e Zimmerman (1994), é plausível supor que os gestores que usufruem de contratos de compensação adequados actuam racionalmente, maximizam o valor dos agentes económicos e escolhem as técnicas apropriadas, a partir do conjunto disponível.

Baiman e Verrecchia (1995) reiteraram que através da publicação voluntária de relatórios suplementares é afectada a liquidez futura dos títulos. Baiman e Verrecchia (1996) efectuaram um estudo onde tentaram estabelecer uma relação entre a natureza do mercado de capitais, o nível de publicação financeira, o custo de capital da empresa, o montante do custo residual de agência¹⁰ e a dimensão do *insider trading*.

De acordo com estes últimos autores, o aumento das necessidades de liquidez potencial eleva o nível óptimo de publicação, diminui o custo do capital, bem como o resultado esperado das transacções dos *insiders* e acresce o problema do *moral hazard* residual dos gestores.

No caso em que o mercado de capitais é eficiente sob a forma semiforte, no sentido de Fama (1976), este pode desempenhar uma função importante na oferta voluntária de informação financeira por parte das boas empresas.

As razões que estimulam os gestores a divulgar voluntariamente ao mercado as características das suas empresas são:

- A redução do custo de agência ou de mandato;
- O aumento da sua remuneração;
- A obtenção de financiamentos mais favoráveis.

Na ausência de divulgação de informação pelas empresas os intervenientes no mercado decidiam em função da qualidade média. Esta situação levantaria um problema vulgarmente conhecido por «selecção adversa». As sociedades que se situam acima da média sairiam do mercado e a repetição deste processo conduziria ao desaparecimento do próprio mercado.

Mas as empresas concorrem-se no mercado em vários níveis:

- Dos produtos e serviços que prestam;
- Dos produtos financeiros (emissão de acções, obrigações, empréstimos bancários, etc.).

¹⁰ Jensen e Meckling estudaram os conflitos reais e potenciais que opõem, no seio da empresa, os dirigentes aos accionistas e os accionistas e dirigentes aos credores. Estes conflitos são devidos à separação entre a propriedade e a gestão. Estes conflitos dão origem a custos que os autores classificam em: custos de controlo, de obrigação e residuais. Os custos de controlo são os suportados pelos accionistas para garantirem que os dirigentes tomam decisões que satisfazem os seus interesses. Os custos de obrigação correspondem aos suportados pelos gestores para convencerem os accionistas que actuam de acordo a maximizarem o valor da empresa. Os custos residuais correspondem à ausência de controlo.

Em consequência, as empresas que se encontram acima da qualidade média são incitadas a sinalizarem ao mercado as suas qualidades superiores a fim de obterem financiamentos em condições mais favoráveis que a média das sociedades.

Esta situação levanta o problema da credibilidade do sinal utilizado pelas sociedades para comunicarem as características ao mercado.

As boas empresas devem utilizar sinais que não poderão ser utilizados pelas empresas menos boas. Assim para que um sinal seja eficaz deve satisfazer três condições:

- Deve ter um custo;
- Ser emitido *a priori* e verificado *a posteriori*;
- Comportar incentivos e penalizações.

Vários foram os autores que elaboraram modelos que utilizam variáveis que satisfazem estas características. De entre os estudos pioneiros citamos:

Ross (1977) utiliza a estrutura financeira das empresas como sinal¹¹.

No seu modelo pressupõe que o mercado é perfeito, que os agentes económicos são neutros em face do risco e que a firma só é avaliada pelos fluxos de fundos futuros antecipados pelo mercado.

Em consequência uma alteração do nível de endividamento é antecipado pelo mercado como uma alteração do fluxo de liquidez futuro.

Um sistema de participação dos gestores comportando penalizações incita-os a sinalizarem-se correctamente.

Supondo a existência de vários tipos de sociedades e um contexto de incerteza, o autor descreve o sistema de participação dos gestores do modo seguinte:

$$M = (1+r)\gamma_0 V_0 + \gamma_1 E \begin{cases} X & \text{se } X \geq F \\ X-L & \text{se } X < F \end{cases}$$

onde:

r é a taxa de juro sem risco do período;

V_0 é o valor da empresa no início do período;

γ_0 e γ_1 são coeficientes de ponderação;

E representa a esperança matemática;

X exprime o fluxo de fundos aleatório distribuído uniformemente no intervalo $(0, \hat{t})$;

F é o valor do reembolso da dívida emitida no momento zero;

L é a penalização infligida ao gestor em caso de incumprimento, isto é, se $X < F$.

Segundo este autor, se o tipo de empresa é conhecido com certeza, o seu valor no momento zero é igual a $V_0 = t/[2(1+r)]$.

De acordo com este modelo os dirigentes são incitados a divulgarem ao mercado a informação financeira.

As forças de mercado podem influenciar de modo significativo a oferta de informação publicada pelas empresas e há vários indicadores que podem ser utilizados como sinal em sentido financeiro.

Conclusão

Este trabalho teve por objectivo pôr em evidência que os relatórios financeiros elaborados e publicados pelas empresas obedecem a uma procura e a uma oferta.

No que respeita à procura, realçou que os relatórios financeiros evoluíram de uma perspectiva económica para uma informacional e, finalmente, para uma económica em contexto informacional.

Vários grupos procuram a informação financeira porque ela pode ser útil para a tomada de decisões de investimento, de desinvestimento ou de concessão do crédito.

¹¹ Leland e Pyle (1977), Campbell e Kracaw (1980) e Hugues (1986) utilizaram como sinal a taxa de investimento dos gestores no seu próprio projecto.

Bhattacharya (1979) serviu-se da política de distribuição dos dividendos como sinal.

Titman e Trueman (1986) adoptaram a qualidade dos auditores e dos bancos de investimento para sinalizarem ao mercado as características das empresas.

Contudo, ela só tem valor se conduzir à revisão das antecipações iniciais dos decisores.

Quanto à oferta, a evidência demonstra que os factores dimensão e endividamento influenciam os gestores na selecção das técnicas financeiras.

Foi igualmente realçado que as teorias da falência do mercado, económica, da externalidade dos relatórios financeiros e a da repugnância dos gestores em divulgarem as más notícias são normalmente avançadas para justificarem a intervenção dos poderes públicos.

Para além das forças coercivas, as forças de mercado desempenham uma função importante na divulgação voluntária dos relatórios pelos dirigentes. Num contexto de assimetria de informação, os gestores das boas empresas são incitados a sinalizarem ao mercado as verdadeiras

qualidades das suas empresas porque isto reduz o custo de agência, aumenta a sua remuneração e baixa o custo do capital. Mas para que o sinal seja credível tem que ter um custo, ser emitido *a priori* e verificável *a posteriori* e comportar incentivos e penalizações.

Vários indicadores foram utilizados para este fim desde a estrutura de capitais à política de distribuição de dividendos, à taxa de participação dos dirigentes no seu próprio projecto, à qualidade dos auditores e dos bancos de investimentos.

Em resumo, diferentes grupos procuram a informação financeira porque ela pode ser-lhes útil para a tomada de decisões racionais e o mercado, para além das forças coercivas, pode desempenhar um papel importante na publicação voluntária dos relatórios elaborados pelos gestores.

Bibliografia

- ABARBANEL, J., Lanen, W., e VERRECCHIA, R., 1995, «Analysts' forecasts as proxies for investor beliefs in empirical research», *Journal of Accounting and Economics*, 20.
- BAIMAN, S., e VERRECCHIA, R., 1995, «Earnings and price-based compensation contracts in the presence of discretionary trading and incomplete contracting», *Journal of Accounting and Economics*.
- BARTOV E., e BODNAR, G., 1996, «Alternative accounting methods, information asymetry and liquidity: theory and evidence», *The Accounting Review*, vol. 71.
- 1994, «Firm valuation, earnings expectations and the exchange-rate exposure effect», *The Journal of Finance*, 49.
- BEAVER, W., 1991, «Financial reporting: an accounting revolution», Prentice Hall.
- BHIDE, A., 1993, «The hidden costs of stock market liquidity», *Journal of Financial Economics*, August, 1993.
- BHATTACHARYA, S., 1980, «Non dissipative signalling structures and dividend policy», *Quarterly Journal of Economics*, 95.
- CHRISTIE, A., e ZIMMERMAN, J. L., 1994, «Efficient and opportunistic choices of accounting procedures: corporate control contests», *The Accounting Review*, 69.
- DEMSKI, J., 1980, «*Information Analysis*», Addison-Wesley Publishing Company.
- DIAMOND, D., e VERRECCHIA, R., 1991, «Disclosure, liquidity, and the cost of capital», *The Journal of Finance*, 46.
- FAMA, E., 1976, *Foundations of finance*, Basic Books.
- FOSTER, G., 1986, *Financial statement analysis*, Prentice Hall.
- GRANOF, M., e SHORT, D., 1984, «Why do companies reject life», *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Summer, 1984.
- HAGERMAN e ZMIJEWSKI; 1979, «Some economic determinants of accounting policy choice», *Journal of Accounting and Economics*.
- HIRSCHLEIFER e RILEY, 1979, «The analytics of uncertainty and information — an expository survey», *Journal of Economic Literature*.
- HOLMSTROM, B., e TIROLE, J., 1993, «Market liquidity and performance monitoring», *Journal of Political Economy*, August 1993.
- HOLTHAUSEN, R., 1990, «Accounting method choice: opportunistic behavior, efficient contracting, and information perspectives», *Journal of Accounting and Economics*, 12.
- HOLTHAUSEN, R., e LEFTWICH, 1983, «Economics consequences of accounting choice», *Journal of Accounting and Economics*, 5.
- IJIRI, Y., 1978, «Cash flow accounting and its structure», *Journal of Accounting, Auditing and Finance*.
- JENSEN e MECKLING, 1976, «Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics*.
- KIM, O., e VERRECCHIA., R., 1994, «Market liquidity and volume around earnings announcements», *Journal of Accounting and Economics*, 17.
- LEFTWICH, R., 1981, «Evidence of the impact of mandatory changes in accounting principles on corporate loan agreement», *Journal of Accounting and Economics*, 3.
- ROSS, S., 1977, «The determination of financial struture: the incentive signalling approach», *Bell Journal of Economics*, 8.
- SMITH, C. W., 1993, «A perspective on accounting-based debt covenant violations», *The Accounting Review*, 68.
- WATTS e ZIMMERMAN., 1978, «Towards a positive theory of the determination of accounting standards», *Accounting Review*.
- 1986, *Positive accounting theory*, Prentice Hall.
- ZMIJEWSKI, M., e HAGERMAN, R., 1981 «An income strategy approach to the positive theory of accounting standard setting/ choice», *Journal of Accounting and Economics*, 3.

