

Estratégias Competitivas na Divulgação de Informação: Uma revisão da literatura

Rui Pedro Batista

E-mail: rui_pedro_batista@iscte.pt

ISCTE-IUL Business School

Nelson António

E-mail: nelson.antonio@iscte.pt

ISCTE-IUL Business School

Resumo:

Desde o escândalo da Enron, em outubro de 2001, a divulgação de informação por parte das empresas, tem vindo a ganhar uma importância crescente.

A crise financeira, que atingiu a maior parte dos países desenvolvidos, sobretudo a partir de 2008, colocou no centro das atenções dos principais atores dos mercados financeiros - emitentes, investidores, reguladores, bancos, agências de *rating* e analistas -, a variável escassez de dinheiro disponível, para emprestar ou investir.

Mas esta opção imposta pela conjuntura aos emitentes, provoca por outro lado, um aumento dos custos de processamento e divulgação da informação, ao mesmo tempo que expõe a estratégia da empresa aos seus mais diretos concorrentes.

O presente trabalho pretende fazer a revisão da literatura, no sentido de determinar em primeiro lugar quais as características que explicam o nível de informação voluntária disponibilizada pelas empresas cotadas e seguidamente quais as vantagens e as desvantagens competitivas associadas à divulgação dessa mesma informação.

Palavras-chave: crise financeira, informação voluntária, teoria da agência, vantagens competitivas.

Abstract:

Since the Enron scandal, in October 2001, the disclosure of information by companies, has gained increasing importance.

At the same time, the financial crisis, that hit most of the developed countries, especially from 2008, put in the spotlight of the main actors in the financial markets - companies, investors, regulators, banks, rating agencies and analysts – a new variable: tightness with all the implications to lend or invest.

But this option imposed by issuers causes other hand, an increase in the costs of processing and dissemination of information at the same time exposes the company's strategy to its most direct competitors.

This paper aims to review the literature in order to first determine which features that explain the level of voluntary information provided by listed companies and then the advantages and competitive disadvantages associated with the disclosure of such information.

Keywords: agency theory, competitive advantages, financial crisis, voluntary disclosure.

1. Introdução

A divulgação de informação é um elemento-chave para a alocação eficiente de recursos e para o crescimento da economia. A ausência ou a insuficiência de informação e/ou a sua falta de transparência, impede a melhor alocação dos recursos disponíveis (Bushman e Smith, 2001). Todavia, em quantidade e em qualidade, os dados revelados são imperfeitos, e a sua obtenção incorpora custos. Deste modo, surgem, naturalmente, níveis de assimetria de informação, que só podem ser alterados através de uma correta estratégia seguida pelas empresas (Stiglitz, 2000).

2. Factores que explicam a divulgação de informação

Chow e Wong-Boren (1987), estudaram a questão, tendo analisado as práticas de *disclosure* voluntário de informações financeiras de uma amostra de 52 empresas mexicanas. O trabalho utilizou uma métrica composta por 24 itens e testou a relação entre as práticas de *disclosure* o tamanho, endividamento e a proporção de ativos intangíveis da empresa.

De acordo com os autores, entre essas três variáveis, apenas o tamanho da empresa apresentou uma relação positiva e estatisticamente significativa com as práticas de *disclosure*.

Por seu lado Cooke (1989) investigou a relação entre as práticas de *disclosure* de uma amostra de 90 empresas Suecas no ano de 1985. A metodologia que usou foi composta por um total de 224 itens e incluía itens de natureza obrigatória e voluntária.

A pesquisa também encontrou relação direta entre o tamanho das empresas e as práticas de *disclosure*. O trabalho de Cooke (1989), apontou ainda evidências de uma relação positiva entre a presença das empresas Suecas em bolsas de valores internacionais (internacionalização) e as práticas de *disclosure*.

Numa investigação realizada com uma amostra de 102 empresas francesas no ano de 1995, Depoers (2000) encontrou uma relação estatisticamente significativa entre as práticas de divulgação de informação, medidas mediante uma métrica composta por 65 tipos de informação, a dimensão, internacionalização e os custos de propriedade.

Patel, Balic e Bwakira (2002) realizaram um estudo *cross-culture* sobre as práticas de divulgação de informação utilizando uma amostra composta por 354 empresas de 10 países emergentes. Dentre essas empresas, 24 eram brasileiras. Os autores utilizaram o ranking de *disclosure* elaborado pela Standards & Poors. Os resultados dessa pesquisa evidenciaram que as empresas de países da Ásia e do Leste Europeu são mais transparentes que as empresas da América Latina.

Archambault e Archambault (2003) realizaram um estudo recorrendo a uma amostra de empresas de 33 países emergentes, incluindo sete brasileiras. Para avaliar as práticas de divulgação de informação por parte das empresas, os autores utilizaram um ranking elaborado pela International Accounting and Auditing Trends que inclui informações de caráter obrigatório e voluntário.

As análises dos resultados evidenciaram que além de fatores específicos da empresa, o *disclosure* corporativo, também, é influenciado por fatores culturais e políticos.

3. Benefícios atribuídos à divulgação de informação voluntária

De acordo com Leuz e Wysocki (2008), a divulgação de informação por parte das empresas permite equilibrar o conhecimento que os diferentes atores dos mercados têm da empresa em questão.

Em segundo lugar, a divulgação de informação por parte das empresas reduz a incerteza relativamente ao valor de uma determinada empresa, o que obviamente reduz a vantagem de informação que os investidores mais informados teriam.

A assimetria de informação, que está diretamente relacionada com os custos de agência (Adrem (1999); Leuz e Verrecchia (2000) e Oxelheim (2006)), explica que a empresa pode ser alvo de uma avaliação mais desfavorável, ou seja menor, tendo em conta aquilo que é a percepção dos seus gestores e acionistas, em virtude do prémio de risco que os investidores têm de considerar (Lang e Lundholm 1996; Hope 2003; Miller e Bahnson 2004; Prencipe 2004, Oxelheim 2006).

De acordo com Einhorn (2005), os investidores racionais, determinam o valor de uma determinada empresa com base em toda a informação disponível. Deste modo, para uma determinada empresa, aumentar o nível de transparência significa potenciar avaliação mas vantajosa da empresa e deste modo um valor (pelo menos potencial) mais elevado da companhia no mercado de capitais.

Mas este não é o único benefício detectado pelos autores. De acordo com outros trabalho de investigação (Gibbins et al. 1990; Lev 1992; Skinner 1994; Botosan 1997; Miller 1998; Healy et al. 1999; Leuz e Verrecchia 2000; Healy e Palepu 2001; Watson et al. 2002; Emmanuel e Garrod 2004; Miller e Bahnsen 2004), a divulgação de mais informação por parte das empresas cotadas acaba por ter reflexos nos custos de financiamento. Demonstraram estes autores que a divulgação de mais informação e mais detalhada permite uma maior apetência por parte dos investidores em aplicar o seu dinheiro nas respectivas empresas.

De acordo com Diamond e Verrecchia (1991), e Kim e Verrecchia (1994) a divulgação de informação por parte das empresas cotadas ao reduzirem a assimetria entre os investidores (como já vimos), tendem a criar a percepção que os títulos, em cada momento, refletem melhor o verdadeiro valor do título, aumentando por isso a liquidez das ações transaccionadas.

Outros trabalhos, nomeadamente os que foram desenvolvidos por Healy, Hutton, and Palepu (1999) chegaram à conclusão que as empresas, que têm políticas de divulgação de mais informação ao mercado, tendem a obter uma maior valorização das ações face aos lucros obtidos.

Bhushan (1989, 1989) e Lang e Lundholm (1999) argumentam que se uma parte da informação privada, ou seja, detida normalmente apenas pelos gestores, não é revelada aos analistas, os custos que estes incorrem na procura dessa informação aumentam, logo têm um menor incentivo para analisar essa empresa. Assim sendo, tendem a produzir menos informação sobre a companhia e deste modo menos investidores podem olhar para essa alternativa de investimento.

4. Desvantagens competitivas atribuídas

Mas a divulgação de mais informação e mais detalhada por parte das empresas, se beneficia a tomada de decisões por parte dos vários *stakeholders*, potencia também, nos agentes responsáveis pela gestão da empresa um imenso desconforto, uma vez que coloca a nu a

estratégia da companhia, abrindo aos concorrentes o livro onde estão guardados os mais importantes segredos da empresa, nomeadamente as suas opções estratégicas (Ijiri 1983).

Por outro lado, e para além da consideração dos impactos estratégicos, é de notar que a redução da assimetria da informação entre os vários atores, através de produção de mais e mais detalhada informação, provoca um aumento de dos custos da empresa.

Ou seja, para além dos óbvios custos de produção e de publicação da informação, temos de considerar os custos que derivam das desvantagens competitivas em que a empresa se coloca (Ijiri 1983; Cooke 1989; Healy et al. 1999; Emmanuel e Garrod 2004; Prencipe 2004; Cormier et al. 2005).

A divulgação de informação por parte das empresas cotadas tem colocado em cima da mesa outras questões relacionadas com as desvantagens competitivas potenciais.

Patrick Jenkins (Jenkins, 2012) abordava recentemente a questão num artigo de divulgação no Financial Times, realçando que duas dezenas das maiores instituições de crédito a nível europeu chegaram a ter uma reunião, classificada de secreta, com o objectivo de discutir um plano que evite o domínio das três principais agências de notação, no acesso à informação destas instituições. Claramente estas instituições financeiras sentem-se ameaçadas com a prática que está a ser seguida de divulgação de informação considerada estratégica.

Alguns bancos defendem mesmo a alteração da política de divulgação de informação, nomeadamente à Standard & Poor's, Moody's e Fitch, de forma reduzir os níveis de desvantagens competitivas a que estão expostos, mas também como forma de nivelar a informação que estes três atores recebem, face aos restantes *players* do mercado financeiro.

Uma outra questão que tem vindo a ser abordada (Ivashina e Sun, 2010) diz respeito à relação que existe entre empresas que atuam ao mesmo tempo como financiadores e como gestores de grandes massas de investimento (fundos de investimento, *hedge funds*, entre outros).

É o caso dos grandes bancos que têm acesso a relevante, nomeadamente através das operações de concessão de crédito ou de montagem de operações de acesso aos mercados financeiros. Essa informação é muitas vezes partilhada internamente com os departamentos que aplicam os fundos dos clientes – ficando em vantagem face a outros fundos de investimento que não dispõem de atividades de banca -, colocando questões relativamente aos limites que a informação deve ser utilizada.

5. Um equilíbrio entre vantagens e desvantagens competitivas

Mas entre vantagens e desvantagens, Verrecchia (1983) afirma que apesar de ser um facto os investidores acreditarem que existe alguma racionalidade na opção dos gestores em reter a divulgação de algumas notícias (normalmente as que têm impactos negativos), a verdade é que a gestão terá sempre em conta que os custos de não divulgação ou divulgação parcial dessa informação, penalizam a prazo a própria empresa.

Na verdade, os investidores tendem sempre a interpretar a ausência de informação, e nem sempre da forma ou no sentido que seria mais vantajoso para a empresa. Na verdade as empresas que tendem a comunicar ao mercado mais informação e mais detalhada, mesmo que esta contenha por vezes más notícias, tendem, a prazo a ser reconhecida como mais credíveis, obtendo ganhos de confiança por parte dos vários atores dos mercados financeiros (Skinner 1994).

Outros trabalhos (Ness e Mirza 1991) defendem que os gestores tendem a potenciar a divulgação de informação, até porque as vantagens associadas superam os custos relacionados com a divulgação (produção, divulgação e custos competitivos).

Einhorn (2005) chegou à conclusão que os gestores tendem a optar pela divulgação voluntária de informação, uma vez que percebem que essa opção favorece o seu objectivo – e sobretudo dos seus acionistas -, em maximizarem a capitalização bolsista da empresa.

Ponto curioso na análise da estratégia seguida pelas empresas cotadas no que diz respeito à divulgação de informação, tem que ver com a resposta que estas assumem, perante as exigências dos reguladores.

Sempre que os agentes que políam os mercados sugerem ou determinam um nível mais elevado de difusão de informação por parte dos emitentes, as reacções destes são sempre negativas. Os argumentos assentam basicamente em duas linhas: as exigências aumentam os custos de produção da informação, e produzem desvantagens competitivas.

Mas paradoxalmente, as exigências impostas pelos reguladores no que diz respeito ao aumento da informação (obrigatória) divulgada pelas empresas conduz a um aumento também da informação voluntária disponibilizada.

De acordo com alguns autores (Einhorn 2005; Holland 2005; Linnala 2005), a explicação assenta no facto de as empresas tendem a assumir as determinações dos reguladores como necessidades básicas, digamos mínimas, dos vários atores dos mercados, aumentando deste modo a informação voluntária divulgada.

Hermalin, B. E. e Weisbach, M. S. (2012) tentam encontrar um ponto de equilíbrio que explique a adopção de uma determinada estratégia de divulgação de informação de forma voluntária.

Assim sendo, afirmam os autores, existe um ponto de equilíbrio entre os dois lados da questão, não sendo certo que a divulgação de mais informação e mais detalhada conduza sempre a vantagens claras.

6. Questões de investigação e metodologia

Com a presente investigação pretende-se responder às seguintes questões:

- 1) Qual a dimensão da informação voluntária divulgada pelas empresas portuguesas cotadas face aos seus pares?
- 2) Em que medida a divulgação de informação voluntária de informação por parte das empresas portuguesas cotadas se alterou entre 2008 e 2010;
- 3) Quais os factores que explicam a divulgação de informação voluntária por parte das empresas portuguesas cotadas face aos seus pares?
- 4) Que percepções sobre a informação voluntária divulgada pelas empresas portuguesas cotadas têm os stakeholders das respectivas empresas?

A resposta a estas questões vai ser encontrada recorrendo à análise da informação divulgada pelas empresas (portuguesas cotadas e respectivos pares) através dos respectivos departamentos de relações com os investidores.

Finalmente vamos recorrer a entrevistas junto dos stakeholders para complementar os dados recolhidos e obter as percepções sobre os dados divulgados.

7. Conclusões

O presente trabalho tem como objectivo proceder à revisão da literatura no sentido de enquadrar quais as características que explicam o nível de informação voluntária disponibilizada pelas empresas cotadas e quais as vantagens e as desvantagens competitivas associadas à divulgação dessa mesma informação.

Num momento em que as empresas portuguesas, têm crescentes dificuldades de financiamento e ao mesmo tempo que são – particularmente as empresas cotadas, pela exposição a mercados mais competitivos -, obrigadas a concorrer num contexto financeiro global, foi nosso objectivo ajudar a perceber que podem ficar numa posição competitiva

fragilizada se apenas levarem em linha de contas as vantagens competitivas associadas à divulgação de informação.

Sendo este um pequeno contributo no estudo da importância de *disclosure* nas empresas cotadas portuguesas, pretende-se investigar este tema, comparando as principais empresas cotadas portuguesas, que constituem o PSI 20, face aos seus pares europeus.

Referências Bibliográficas

Archambault, J.J. and M.E. Archambault, (2003). A Multinational Test of Determinants of Corporate Disclosure, The International Journal of Accounting, Vol. 38.

Chee W. Chow and Adrian Wong-Boren (1987). *The Accounting Review* Vol. 62, No. 3 (Jul., 1987), pp. 533-541

Christensen, P. O., Feltham, G. (2000). Market performance measures and disclosure of private management information in capital markets. *Review of Accounting Studies* 5, 301-329.

Coller, M., Yohn, T. L. (1997). Management forecasts and information asymmetry: An examination of bid-ask spreads. *Journal of Accounting Research* 35, 181-191.

Cooke, T. E. (1989). Voluntary corporate disclosure by Swedish companies. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 1(2), 171–195.

Depoers, Florence. (2000). A cost benefit study of voluntary disclosure: Some empirical evidence from French listed companies. *European Accounting Review*, v. 9, p. 245-263

Diamond, D. W., and R. E. Verrecchia. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *Journal of Finance* 46 (4): 1325–1359.

Korn, E., Schiller, U. (2003). Voluntary disclosure of nonproprietary information. *Journal of Business Finance and Accounting* 30, 1327-1339.

Lambert, R., C. Leuz, and R. Verrecchia. (2007). Accounting information, disclosure, and cost of capital. *The Accounting Review* 82 (2): 705–729.

Lambert, Richard A., Leuz, Christian and Verrecchia, Robert E., (2006). Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital (March).

Leland, H and Pyle, D. (1977). "Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation." *Journal of Finance* 32 (May 1977), 737-48.

Leuz, C. (1999) 'Proprietary versus non-proprietary disclosures: voluntary cash flow statements and business segment reports in Germany', Working Paper, Department of Business and Economics, Johann Wolfgang Goethe-Universitat, Frankfurt.

Leuz, C., Verrecchia, R. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research* 38, 91-124.

Leuz, C., Wysocki, P. (2008). Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: A review and suggestions for future research. Working paper, University of Chicago.

Leuz, Christian, and Peter Wysocki, (2006), Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: What have we learned? Working paper, University of Chicago.

Lev, B., Penman, S. H. (1990). Voluntary forecast disclosure, nondisclosure, and stock prices. *Journal of Accounting Research* 28, 49-76.

Patel, S. A.; Blic, A.; Bwakira, L. (2002). Measuring transparency and disclosure at firm level in emerging markets. *Emerging Markets Review*. n. 3, p. 325-337.

Sharpe, W. F. (1964), Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance* 19 (3): 425–442.

Skinner, D. (1994). Why firms voluntarily disclose bad news. *Journal of Accounting Research* 32, 38-60.

Verrecchia, R. (1982). "Information Acquisition in a Noisy Rational Expectations Economy." *Econometrica* 50 (November 1982), 1415-30.

Verrecchia, R. (1990) 'Information quality and discretionary disclosure', *Journal of Accounting and Economics*, 12: 365-80.

Curriculum Vitae:

Rui Pedro Batista está a frequentar o Programa de Doutoramento no ISCTE em Gestão Internacional, Estratégia e Empreendedorismo. É professor assistente no ISCTE e no ISLA Campus Lisboa. Para além da experiência académica, é director da Económica, empresa líder na informação económica em Portugal. É Mestre em Gestão com a Tese: Avaliação de Empresas Cotadas (2000) e detém uma licenciatura em gestão de empresas.

Nelson António é professor de estratégia no ISCTE e doutorado em Gestão (Bergische Universitat Wuppertal/ Germany). Tem vindo a desenvolver a sua carreira académica como professor de estratégia desenvolvendo actividades de consultoria para várias empresas, nomeadamente no seu processo de internacionalização. Publicou inúmeros livros e artigos científicos em jornais internacionais e é professor de gestão na China (Xi'an Jiaotong University Management) e em África.

Authors Profiles:

Rui Pedro Batista is a PhD student in Global Management, Strategy and Entrepreneurship (ISCTE-IUL Business School). He is an Invited Assistant Professor of Strategy at ISCTE and ISLA Campus Lisboa. In addition to her academic experience, Rui is member of the board of the leading media company in Portugal. He holds a Master in Management Sciences, with thesis in Corporate Valuation (Lusíada, 2000) and a graduation in Management, with specialization in Strategy.

Nelson António is an Full Professor of Strategy at ISCTE IUL Business School. He holds a PhD in Management (Bergische Universitat Wuppertal/ Germany). He has been working as professor and strategy consultant for numerous companies seeking to internationalise their strategies to developing countries. He has published scientific articles in numerous international journals and books, and he is management professor in China (Xi'an Jiaotong University Management) and in Africa.