

Contabilidade de Instrumentos Financeiros Derivados:
Estudo empírico dos determinantes do nível de divulgação na
Euronext Lisbon para o ano de 2010

Manuel Eduardo Balinha Gonçalves

Dissertação de Mestrado em Contabilidade

Orientador:

Prof. Doutor Emanuel Gamas, Prof. Auxiliar, ISCTE *Business School*, Departamento de
Contabilidade

Abril, 2013

AGRADECIMENTOS

Esta dissertação de mestrado é resultado de uma enorme dedicação, força de vontade e persistência num objectivo que sempre tencionei alcançar.

Agradeço a todo os que me prestaram apoio ao longo deste trabalho, em especial à Rita, minha namorada.

Aos meus pais, António e Maria do Carmo, ao meu irmão Carlos e à minha irmã Odete, e à minha restante família pelo apoio incondicional que me transmitiram.

Agradeço ao Prof. Doutor Emanuel Gamelas o apoio, a competência e a disponibilidade para me apoiar neste trabalho.

RESUMO

Este estudo empírico pretende investigar o nível de cumprimento das divulgações requeridas pelas *IFRSs* e fornecer evidência dos factores associados com o nível de cumprimento das divulgações. Através de um índice de divulgação com 8 categorias e 35 itens baseado nas divulgações obrigatórias da *IFRS 7* analisa-se 43 relatórios e contas das empresas cotadas na *Euronext Lisbon* para o ano de 2010 com um nível de divulgação médio de 50%. Os *swaps* são utilizados pela maioria das empresas, pouco menos de metade utilizam *forwards* e algumas opções. Os resultados mostram que o tamanho e o desempenho estão positivamente correlacionados e são estatisticamente significativos. O modelo de regressão linear múltiplo permite concluir que apenas o Tamanho está positivamente associado com o nível de divulgação. As restantes variáveis não se apresentam estatisticamente significativas.

Palavras-chave: Instrumentos Financeiros; Derivados; *IFRS 7*; Divulgações; *Euronext Lisbon*.

JEL Classification System: M40; M41

ABSTRACT

This empirical study investigates the level of compliance with IFRS and provides evidence of the factors associated with the level of compliance of disclosures. By the index of disclosure with 8 categories and 35 items based in disclosure mandatory by IFRS 7, were analyzed from 43 Financial Statements of firms listed on the Euronext Lisbon in 2010, with the average level of disclosure about 50%. The Swaps are more often used, but less than a half of the companies use Forwards and some Options. The results show that size and performance of firms are positively correlated and statistical significant. The model of regression reveals that only the size is positively associated with the level of disclosure. All other variable independent are statistical insignificant.

Keywords: Financial Instruments; Derivatives; IFRS 7; Disclosures; *Euronext Lisbon*.

JEL Classification System: M40; M41

INDICE

Índice Geral

AGRADECIMENTOS.....	II
RESUMO	III
ABSTRACT	IV
INDICE.....	V
ÍNDICE DE TABELAS	VI
LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS	VII
1. INTRODUÇÃO	1
2. REVISÃO DE LITERATURA	3
a. Derivados - conceitos	3
b. Derivados - Origem e desenvolvimento.....	5
c. Derivados – Normas Nacionais e Internacionais.....	7
d. Derivados – Revisão de Estudos Anteriores	10
3. ESTUDO EMPÍRICO	21
a. Metodologia	21
b. Índice de Divulgação.....	23
c. Hipóteses de Investigação	25
d. Variáveis Independentes	29
4. RESULTADOS.....	32
a. Análise Descritiva e Univariada.....	32
b. Análise multivariada	36
5. CONCLUSÕES.....	41
6. Anexos.....	43
7. BIBLIOGRAFIA.....	46

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 - Empresas por sector de actividade.....	22
Tabela 2 - Instrumentos financeiros derivados usados.....	23
Tabela 3 - Variáveis Independentes.....	31
Tabela 4 - Informação divulgada por componente.....	33
Tabela 5 - Informação divulgada por componente (empresas que utilizam Instrumentos financeiros Derivados).....	33
Tabela 6 - Estatística Descritiva.....	34
Tabela 7 - Coeficiente de correlação de Pearson.....	35
Tabela 8 -Resultados Modelo de Regressão Linear.....	39
Tabela 9 -Resultados Modelo de Regressão Linear: <i>Ranked Transformation</i>	40

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

AUDIT Tipo de Auditor

CBOE Chicago Board Options Exchange

CBOT Chicago Board Trade

CC Concentração de Capital

CFTC Commodity Futures Trading Commission

CGR Comité de Gestão de Risco

CME Chicago Mercantile Exchange

CMVM Comissão de Mercados de Valores Mobiliários

CNC Comissão de Normalização Contabilística

DESEMP Desempenho

EUA Estados Unidos da América

ENDIV Endividamento

FASB Financial Accounting Standards Board

FTSE Financial Times Stock Exchange

IAS International Accounting Standards

IASB International Accounting Standards Board

IASC International Accounting Standard Commmittee

ID Índice de Divulgação

IFRS International Financial Reporting Standard

ISDA International Swap and Derivatives Association

ISE Istanbul Stock Exchange

LIFFE London International Financial Futures and Options Exchange

MASB Malaysian Accounting Standard Board

MTBV Market To Book Value

NCRF Normas Contabilísticas e de Relato Financeiro

NFA US–Based National Futures Association

NPV Net present value

NYSE New York Stock Exchange

OTC Over The Counter

POC Plano Oficial de Contabilidade

PER Price Earnings Ratio

R&C Relatório e Contas

RAI Resultado Antes de Imposto (RAI)

ROA Return On Assets

ROE Return on Equity

SFAS Statement of Financial Accounting Standards

SNC Sistema de Normalização contabilístico

SPSS Software Package statistical analysis

STOXX Europe 600 Dow Jones STOXX's 600

S&P500 Standard & Poor's 500

USD United States Dollars

VIF Variance Inflation Factor

1. INTRODUÇÃO

Os instrumentos financeiros derivados são ainda relativamente recentes na economia mundial, e surgiram sobretudo nas décadas de 70/80 do século passado, sendo que tem suscitado crescente interesse, por parte dos utilizadores da informação financeira. A informação financeira divulgada nos relatórios e contas são importantes para um vasto número de utilizadores (IAS 1, §7). Desta forma, a preocupação com os níveis de divulgação, quer na quantidade quer na qualidade é uma constante para as entidades que emitem normas, como por exemplo para a *International Accounting Standards Board* (IASB) e para a Comissão de Normalização Contabilística (CNC) portuguesa.

Os Organismos emissores têm vindo efectuar sucessivas melhorias nas normas, veja-se a *International Financial Reporting Standard (IFRS) 9 – Financial Instruments* que vem substituir a norma *International Accounting Standards (IAS) 39 – Financial Instruments - Recognition and Measurement*.

O principal objectivo do presente estudo prende-se com a análise dos determinantes da informação divulgada pelas empresas que utilizam instrumentos financeiros derivados. Os objectivos específicos centram-se em perceber quais os derivados usados pelas maiores empresas portuguesas, com que objectivos, quais as características comuns às empresas que divulgam informações sobre derivados. Dado que existem outros estudos realizados em Portugal, procurou-se comparar o nível de divulgações de informação em 2010 para as empresas cotadas que adoptam obrigatoriamente as IAS/IFRS desde 2005 com anteriores estudos realizados.

Existem alguns estudos realizados em Portugal sobre os determinantes da divulgação de informação sobre instrumentos derivados, porém estes estudos têm incidido sobre as empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, nomeadamente, no período de 2004, que antecedeu à obrigatoriedade de aplicação das *IAS/IFRS* para as empresas com títulos admitidos ao mercado de valores mobiliários (Lopes e Rodrigues, 2007; Lemos e Rodrigues, 2007; Lemos *et al.* 2009).

Justifica-se assim efectuar um novo estudo que analise o nível de divulgação após a obrigatoriedade de adopção da IAS/IFRS. Este estudo pretende obter conclusões após a obrigatoriedade de adopção e efectuar comparação com resultados obtidos em estudos anteriores. Serão hoje as empresas cotadas mais transparentes do que eram em 2005? Confirma-se a teoria que existe um período de aprendizagem e aperfeiçoamento na adopção das normas?

Justifica-se estudar este tema, dado que não existem estudos recentes publicados nesta área científica da contabilidade recorrendo a uma amostra que considero representativa da estrutura empresarial portuguesa. Para isso decidiu-se estudar as empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, pelo facto de serem empresas de maior dimensão, mais propensas a usar instrumentos financeiros derivados.

A escolha do ano de 2010 prende-se com o facto de ser o primeiro ano de adopção do Sistema de Normalização Contabilístico (SNC) em Portugal, por outro lado, permite confrontar o nível de divulgações volvidos cinco anos após a obrigatoriedade da adopção das IAS/IFRS pelas empresas cotadas na União Europeia.

Analisaram-se 43 Relatórios e Contas das maiores empresas portuguesas não financeiras, utilizando-se como base as empresas admitidas à cotação na *Euronext Lisbon* no ano de 2010.

Para medir o nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados, construiu-se um índice tendo por base determinadas hipóteses e procedeu-se a uma análise univariada e multivariada, tendo como variável dependente o Índice de Divulgação e como variáveis independentes determinadas características estudadas.

Este estudo está organizado da seguinte forma: No ponto 2, apresentam-se alguns conceitos, breve história e origem dos derivados, normas nacionais e internacionais, e revisão de literatura dos determinantes do nível de divulgação. No ponto 3, apresenta-se a explicação da metodologia usada, a descrição das hipóteses de investigação e as *proxys* usadas no estudo. No Ponto 4, procedeu-se a uma análise descritiva, univariada e multivariada. No Ponto 5, finalizou-se com a discussão e apresentação das principais conclusões.

2. REVISÃO DE LITERATURA

a. Derivados - conceitos

As estimativas apontam que mais de 90% das 500 maiores empresas usam derivados para a gestão da exposição ao risco cambial, risco de taxa de juro e risco de flutuações do preço de mercadorias (designados na literatura por *commodities*).

Os derivados estão por todo o lado no mundo moderno, mas muitas vezes não são de fácil identificação, excepto por quem os sabe reconhecer. Se existe a opção de prolongar um financiamento ou efectuar o resgate mais cedo que o previsto, então estamos na presença de um derivado. Se uma empresa tem a possibilidade de aumentar a sua produção ou explorar novas tecnologias, isto é conhecido no mundo dos derivados por uma Opção. Isto tem um valor, e assumindo determinados pressupostos pode ser fiavelmente mensurado.

Um derivado é um activo em que o seu valor depende de outro activo, designado por activo subjacente. Os derivados podem ter como activos subjacentes um grande leque de produtos. Incluindo metais (tais como, ouro ou a prata), *commodities* (como cereais, fruta), ou recursos energéticos (óleo, gasolina, gás) ou activos financeiros (acções).

No mundo moderno existe um leque inumerável de produtos derivados e de activos subjacentes. Os derivados podem ser negociados em mercados organizados (em bolsa) ou ao balcão (designados por *Over The Counter (OTC)*, na literatura anglo-saxónica), onde a negociação é efectuada maioritariamente por telefone ou correio electrónico.

Pode-se definir, resumidamente, três tipos de instrumentos derivados: *Forwards* e Futuros; *Swaps* e Opções. Pode-se dizer que os mais complexos instrumentos financeiros são construídos tendo por base estes três tipos de instrumentos derivados – os quais passo a definir:

Forwards. Um contrato *forward* é contrato efectuado directamente entre duas partes. Uma das partes concorda em comprar uma *commodity* ou um activo financeiro numa data futura a um preço previamente fixado. A outra parte concorda em entregar essa *commodity* ou o activo financeiro na data futura ao preço previamente contratado. Os termos e as condições do negócio são acordados pelas partes e aplicam-se a este

contrato *forward* em particular. Porém, existe o risco de uma das partes não cumprir a sua obrigação.

Futuros. Um contrato de futuros é no essencial o mesmo que um *forward*, com algumas excepções, a negociação é efectuada num mercado organizado e regulado; num contrato de futuro está garantido contra o incumprimento da outra parte através da *Clearing House*; os contratos de futuros são standardizados, de forma a promover uma maior liquidez do mercado. Nos futuros são apurados os ganhos e as perdas diariamente, e não apenas no termo do contrato. Desta forma, existe a necessidade de subscrever uma conta margem onde são reconhecidos os ganhos e as perdas.

Swaps. Um *swap* é um contrato efectuado entre duas partes que acordam a troca de pagamentos em datas futuras. Os *swaps* são negociados ao balcão (OTC), pelo que existe o risco de incumprimento de uma das partes. Os *swaps* são usados, essencialmente para gerir ou cobrir o risco associado à volatilidade da taxa de juro, de câmbio, preço das *commodities*, ou de acções.

Opções. A opção de compra (*call option*) dão ao comprador o direito, mas não a obrigação, de comprar numa data futura o activo subjacente acordado ao preço fixado. A opção de venda (*put option*) dá ao vendedor o direito a vender em data futura ao preço fixado determinado activo subjacente. O comprador da opção tem de pagar um montante inicial denominado “prémio” ao vendedor. As opções são negociadas em mercados de balcão (OTC), mas também podem ser negociadas em mercados organizados.

Os derivados têm um amplo campo de aplicação nos negócios e nas finanças. Os derivados podem ser usados com objectivos de gestão do risco/cobertura, objectivos especulativos ou arbitragem.

Existem organizações que apoiam o mercado de derivados e asseguram negócios transparentes. Por exemplo, a *Commodity Futures Trading Commission (CFTC)* que foi criada em 1974 como uma agência independente para regular o mercado de futuros e opções nos Estados Unidos da América.

Os participantes no mercado têm também de estar regulados por organizações, tais como, a *International Swap and Derivatives Association (ISDA)* e a *US – Based National Futures Association (NFA)*.

b. Derivados - Origem e desenvolvimento

Forwards e futuros são conceitos bastantes antigos, na idade medieval os vendedores de bens fazia contratos prometendo entregas futuras a determinados preços. Na Holanda os bolbos de tulipas também foram negociados em Amesterdão recorrendo a contratos de opção e *forwards*. Derivados de acções começaram por ser negociados no *Amsterdam Stock Exchange* no século XVII. Os contratos começaram por ser efectuados por troca imediata, mas rapidamente se converteram em compras de *call* ou *put options*. Londres substituiu Amesterdão na Europa como principal centro financeiro e os contratos de derivados começaram a ser negociados em Londres por volta de 1820. Nos Estados Unidos da América, em 1790, muito antes da fundação do *New York Stock Exchange*, já eram negociadas opções.

Em 1848 foi fundado o *Chicago Board Trade (CBOT)* por 82 comerciantes de Chicago. O primeiro *forward* contrato foi negociado em 1851 e rapidamente se generalizou. Em 1865, após a um grande número de incumprimento de contratos *forwards*, o CBOT formalizou contratos chamados de “*futures contrats*”, onde os negociantes passaram a ter a obrigação de efectuar um depósito denominado margem. Os mercados de futuros atraíram especuladores e também produtores de bens. O volume de negociação cresceu imenso nos séculos XIX e início do século XX. Em 1870 é formado o *New York Cotton Exchange* e em 1919, o *Chicago Mercantile Exchange (CME)*. Tornou-se possível negociar um grande leque de activos subjacentes, nomeadamente em *commodities* e metais.

Os futuros sobre activos financeiros são mais recentes. O CME iniciou os contratos de futuros sobre sete moedas estrangeiras em 1972, os quais foram os primeiros contratos no mundo não baseados em *commodities* físicas. Em 1975, o CBOT lançou contratos de futuros sobre obrigações de tesouro norte americanas, em 1982 foram negociados em bolsa opções de obrigações. Em 1981, o CME introduziu os contratos de futuros *Eurodollar* baseados em taxas de juro de curto prazo Americana, utilizado em operações de cobertura por bancos e especuladores. Em 1973, foi fundado o *Chicago Board Options Exchange (CBOE)* pelos membros da CBOT. Revolucionaram o mercado de opções, criando contratos estandardizados e cotados num mercado regulamentado. Antes disto, as opções nos EUA eram negociadas em mercados de

balcão (OTC). O CBOE começou por introduzir opções de compra (“*Call*”) sobre dezasseis acções subjacentes e, mais tarde, em 1977 lançou os contratos de venda de opções (“*put Options*”). Em 1983, foram introduzidos contratos de opções sobre índices de mercado, incluindo o S&P500. Ao mesmo tempo modelos de valorização de opções eram desenvolvidos e publicados por Fischer Black, Myron Scholes e Robert Merton. Pela primeira vez foi possível valorizar opções de forma consistente.

Por outro lado, na Europa em 1982 o *London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE)* iniciou o mercado de negociação de opções e futuros financeiros. Em 1996, fundiu-se com o *London Commodity Exchange*, e passou a negociar um amplo conjunto de contratos de futuros sobre *commodities*. Em 2002, a *Euronext* completa o processo de aquisição da LIFFE. A *Euronext.liffe* compreende actualmente os mercados de Amesterdão, Bruxelas, Lisboa e Paris, e combina a um mercado singular de derivados numa única plataforma, a *Liffe Connect*. Em 2007 deu-se a combinação histórica entre a NYSE (*New York Stock Exchange*) e a *Euronext* que representou um marco para os mercados financeiros. Desta forma, criou-se um mercado verdadeiramente global que reúne os mercados financeiros da Europa e EUA.

Os mercados continuaram-se a expandir a sua actividade, a negociação OTC em *forwards*, *swaps* e opções verificou uma explosão notória nos últimos vinte anos. O primeiro *swap* surge apenas em 1982.

Em Portugal, o aparecimento de derivados inciou-se na idade média na segunda metade do século XVIII surgem as primeiras emissões de acções e de títulos da dívida pública moderna. Desde 1833 com a aprovação do *Código Comercial Portuguez*, e com a regulamentação subsequente, aparecem pela primeira vez os conceitos de bolsa e negociam-se valores mobiliários. Em 1891 é criada a Bolsa de Valores do Porto (BVP) e em 1901 a Bolsa de Valores de Lisboa (BVL). As bolsas portuguesas sempre se mostraram pouco dinâmicas. Em 1950 é realizado em bolsa o último conjunto de negócios a prazo em Portugal só retomado com a negociação dos contratos de futuros OT-10 e PSI-20 na Bolsa de Derivados do Porto, aquando da sua inauguração oficial em 1996. Com o 25 de Abril de 1974, a BVL e BVP são encerradas reabrindo uns anos mais tarde. A BVP passou a implementar um mercado organizado de futuros e opções, ficando a BVL com o mercado cotado. A BVP mais tarde foi redenominada para Bolsa de Derivados do Porto. Em 1999 as duas Bolsas, de Lisboa e do Porto, fundem-se

formando a Bolsa de Valores de Lisboa e do Porto (BVLP). Em 2002 é criada a *Euronext Lisbon* que integra a BVLP.

Muitas vezes ao longo da história dos derivados, estes surgem associados na mente do público a desastres e escândalos financeiros. Por exemplo, o colapso em 1995 do *Barings Bank* o mais antigo banco comercial em Londres que foi à falência depois de um funcionário ter efectuado investimentos especulativos em contratos de futuros. Muitos outros exemplos poderiam ser dados. Porém, existem os que defendem que o cerne do problema está na má gestão e erros na definição dos riscos, em vez de ser um problema específico dos derivados. Ao fim ao cabo, ao longo dos anos as instituições financeiras têm perdido milhões de euros em actividades tão simples como emprestar dinheiro ou adquirir obrigações do tesouro.

A grande virtude de um instrumento derivado é que este permite a gestão e transferência do risco. Por exemplo, um agricultor que está exposto à variabilidade de preço de mercado de uma determinada cultura pode cobrir esse risco efectuando um contrato de derivado apropriado.

c. Derivados – Normas Nacionais e Internacionais

As normas internacionais de contabilidade surgiram através do *International Accounting Standard Committee (IASC)* que foi fundado em 1973 por organismos profissionais de contabilidade de 10 países. As normas do IASC têm a designação de *International Accounting Standard (IAS)*, com algumas alterações, muitas das normas ainda hoje estão em vigor. O IASC deu origem ao IASB em 2001, e as normas do IASB passaram a ser denominadas por IFRS.

A União Europeia com o regulamento 1606/2002, elege as normas IASB para a informação financeira nas contas consolidadas de empresas com títulos emitidos à negociação. Posteriormente, com efeitos a partir de 2007, a Comissão de Mercados de Valores Mobiliários (CMVM) aprovou o regulamento n.º11/2005 que alargou a aplicação das IFRS às contas individuais das entidades emittentes de valores mobiliários que não fossem obrigadas a elaborar contas consolidadas.

Em 2009, é aprovado o SNC através do decreto-lei 158/2009, com efeito a partir de 1 de Janeiro de 2010, revogando o normativo contabilístico anterior.

O IASB através da IAS 39 – Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração, define no parágrafo n.º9 um derivado como: “*um instrumento financeiro ou outro contrato dentro do âmbito desta Norma (ver parágrafos 2.-7.) com todas as três características seguintes:*

- a) *o seu valor altera-se em resposta à alteração numa taxa de juro, preço de instrumento financeiro, preço de mercadoria, taxa de câmbio, índice de preços ou taxas, notação de crédito ou índice de crédito ou outra variável, desde que, no caso de uma variável não financeira, a variável não seja específica de uma das partes do contrato (por vezes denominada "subjacente");*
- b) *não é necessário qualquer investimento líquido inicial ou um investimento líquido inicial que seja inferior ao que seria exigido para outros tipos de contratos que se esperaria que tivessem uma resposta semelhante às alterações nos factores de mercado;*
e
- c) *é liquidado numa data futura.”*

Os derivados apresentam características singulares, como por exemplo, o facto de serem negociados hoje mas com data de vencimento no futuro, e incidirem sobre um elemento diferente do próprio contrato, o activo subjacente. Pelo facto de serem operações sem transacção na data de celebração, é um desafio para os profissionais da contabilidade a sua identificação. No entanto, podem ter consequências muito significativas nos resultados de uma entidade.

As necessidades dos utilizadores da informação financeira em termos de divulgações (bancos, investidos, trabalhadores, accionistas, etc.), por um lado, o surgimento de falências no seguimento do uso de instrumentos financeiros derivados, levaram à necessidade de uma preocupação crescente com as divulgações, no sentido de melhorar a fiabilidade da informação.

É nos EUA que surgem as primeiras normas específicas sobre cada um dos instrumentos financeiros derivados, como a *Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) n.º8 Accounting for the translation of Foreign currency Transactions*

and Foreign currency Financial Statement (1975), SFAS n.º20 *Accounting for Forward Exchange Contracts— an amendment of FASB Statement No. 8* (1977), entretanto já substituídas pela SFAS 52 – *Foreign Currency Translation* (1981). Em 1984, é emitida a SFAS n.º 80 - *Accounting for futures contracts*, a SFAS n.º105 - *Disclosure of Information about Financial Instruments with Off-Balance-Sheet Risk and Financial Instruments with Concentrations of Credit Risk* (1990) e a SFAS n.º119 - *Disclosure about Derivative Financial Instruments and Fair Value of Financial Instruments* (1994), todas as três normas anteriores substituídas em 1998 pela SFAS 133 - *Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities*, a qual por sua vez já foi por revista por diversas vezes. Em 1991 foi emitida a SFAS n.º107 - *Disclosures about Fair Value of Financial Instruments* que foi revista pela norma SFAS n.º126 - *Exemption from Certain Required Disclosures about Financial Instruments for Certain Nonpublic Entities— an amendment to FASB Statement No. 107* (1996).

Por outro lado, na Europa a mesma necessidade era também sentida, foi então que o IASB publica a *IAS 32 - Financial Instruments: Disclosure and Presentation* (1995), desde então esta norma já foi por diversas vezes revista. A *IAS 39 - Financial Instruments: Recognition and Measurement* é emitida pelo IASB em 1998, a qual também já sofreu ao longo dos anos inúmeras revisões.

Em 2001, a Comissão europeia apresenta uma proposta que prevê a adopção das normas IASB pelas empresas cotadas em bolsa a partir de 2005.

Em Outubro de 2002, o IASB e o FASB assinam um acordo *The Norwalk Agreement*, com vista à harmonização das políticas e eliminação de divergências entre os dois normativos.

Neste caminho de convergência o IASB está prestes a terminar a substituição completa da IAS 39 pela *IFRS 9 - Financial Instruments*. Em Novembro de 2009, emitiu a IFRS 9 cobrindo a classificação e mensuração de activos financeiros, os requisitos para passivos financeiros foram adicionados em 2010 (a maioria dos requisitos relativos a passivos financeiros foram trazidos da IAS39, praticamente sem alterações). Esta constituiu a primeira fase: classificação e mensuração. A segunda fase de substituição da IAS 39, denominada *Impairment Methodology* foi publicada em 2011. A terceira fase denominada: *Hedge Accounting* está em progresso, sendo que em Setembro de

2012, o IASB publicou no seu site o *Draft of forthcoming IFRS on general hedge accounting*.

Em Portugal, os instrumentos financeiros derivados sempre foram maltratados, e em 1996 a Comissão de Normalização Contabilística (CNC) emite a Directriz contabilística n.º17- Contratos de futuros, sendo esta a única que trata de instrumentos derivados. Para as entidades do sector bancário que aplicavam o Plano de Contas do sector bancário existiam uma série de instruções, relativamente aos Futuros, Opções, *FRA's e Swaps*.

Porém com a introdução do SNC em 2010, o POC foi revogado, e passou a adoptar as normas muito próximas das normas IASB, porém com algumas diferenças nomeadamente entre a IAS 39 e a NCRF 27 – Instrumentos Financeiros, no que concerne à contabilidade de cobertura e aos requisitos de divulgação.

É por isto que se decidiu neste trabalho verificar como está a ser divulgada a informação sobre instrumentos derivados e quais os determinantes da divulgação da informação.

d. Derivados – Revisão de Estudos Anteriores

Vários estudos têm sido realizados nos últimos anos sobre instrumentos financeiros derivados. Alguns autores procuram perceber a quantidade e qualidade da informação divulgada (Gebhart, 2012), outros preocupam-se em analisar os determinantes da divulgação da informação (El-Shaib e Nesma, 2012; Selvi e Turel, 2010), outros, ainda, procuram efectuar comparações no uso de derivados nos EUA e na Europa (Bodnar e Gebhardt, 1999). Outros autores procuraram perceber as características e motivos para o uso de derivados (Nguyen, 2011).

A revisão de literatura obedeceu às seguintes regras: numa primeira fase, foram analisados estudos empíricos genéricos sobre derivados depois, analisaram-se estudos efectuados sobre a importância dos derivados e por fim, as divulgações sobre instrumentos derivados ao abrigo das normas internacionais.

Gebhardt (2012) efectuou um estudo sobre empresas não financeiras cotadas no índice *STOXX Europe 600*, no sentido de fornecer evidência sobre a relevância dos instrumentos financeiros para empresas não financeiras. O estudo cobre áreas da gestão

do risco, volatilidade dos *cash flows*, resultados da gestão e o efeito nas decisões dos utilizadores da informação financeira. Segundo o autor, existem um grande número de pesquisas que devem ser efectuadas relativamente a instrumentos financeiros em empresas não financeiras, porque o estado actual do conhecimento é pobre. Os resultados deste estudo refutam o mito que a mensuração do justo valor nos instrumentos financeiros é generalizada.

Nguyen (2011) efectuou um estudo com 423 empresas não financeiras dos EUA onde procurou responder porquê que as empresas não financeiras seleccionam um ou outro tipo de derivados. Verificou que não é raro as empresas utilizarem mais que um tipo de derivados. Centrou a sua análise em três tipos de derivados (taxa de juro, taxa de câmbio, e *commodities*). O autor concluiu que o uso de um derivado, em particular, não depende do tamanho, levando-o a concluir que o efeito tamanho em anteriores estudos se deve a empresas que utilizam uma multiplicidade de derivados. Assim, a alteração da variável tamanho não afecta a probabilidade de uma empresa usar derivados. Por outro lado, um incremento no valor do passivo não corrente será mais provável uma empresa usar derivados de taxa de juro, o que é consistente com a cobertura do risco. Nguyen encontrou evidência que os derivados são usados com o propósito de cobertura. Também Takao e Latara (2009), efectuaram um estudo de forma a investigar o padrão de utilização de derivados por empresas de seguros Japonesas, e quais os factores específicos que são determinantes na decisão de utilização de derivados. Usaram uma amostra de empresas seguradoras ramo vida e não vida para o período de 2001 – 2008, e concluíram que o uso de derivados no Japão por parte de empresas seguradoras é de 72,4%, muito superior aos valores de estudos anteriores realizados nos EUA, Reino Unido ou Austrália. Recorrendo a modelos de regressão binário, examinaram os determinantes do uso de derivados, e concluíram que o uso de derivados pelas empresas seguradoras está positivamente associado com o tamanho da empresa, alavancagem, mas negativamente relacionado com o facto de não existir o perfeito *matching* entre activos e passivos. Os autores concluíram também que as decisões de internacionalização/globalização aumentam a necessidade de usar derivados.

Alguns tipos de risco podem ser diversificados usando certas ferramentas de gestão do risco ou partilha do risco. As empresas seguradoras geralmente fazem resseguros, co-seguros, diversificação geográfica, e distribuição por produtos de forma a minimizar o

risco do seu negócio. No entanto, alguns riscos, tais como o, risco de mercado, o risco de taxa de câmbio ou o risco de taxa de juro podem ser convenientemente minimizados usando outras ferramentas, tais como os derivados. Os derivados proporcionam um método relativamente efectivo e pouco dispendioso de redução do risco. O uso de derivados também proporciona outros benefícios, tais como, a gestão dos resultados, a diminuição dos impostos e por vezes significam um meio de gerar melhores resultados.

Um estudo semelhante realizado no Reino Unido por El – Masry, Ahmed A.T. (2003), através de questionário, focalizado nas razões que determinam o uso ou não de derivados pelas 401 empresas não financeiras no Reino Unido mostrou que é mais provável as maiores empresas usarem derivados do que as empresas médias ou pequenas e que é mais provável as empresas públicas usarem derivados do que empresas privadas e que os derivados são usados em grande quantidade por empresas internacionais. Este estudo mostrou que das empresas que não usam derivados, metade destas empresas não usa derivados porque a sua exposição não é significativa e a mais importante razão está relacionada com as divulgações requeridas pelo FASB, e os custos associados a estabelecer e a manter instrumentos derivados excede os benefícios obtidos. Os resultados mostram que o risco de taxa de cambio é o risco mais vulgarmente coberto com derivados e o risco de taxa de juros é o seguinte mais coberto. O estudo concluiu, também, que a mais importante razão para usar cobertura com derivados é a gestão da volatilidade dos *cash flows*. O questionário enviado pelo autor incluiu itens como, o tamanho, o sector, a estrutura accionista, a estrutura organizacional, o porquê e como usam derivados, derivados de taxa de câmbio e taxa de juro, contratos de opções, controlo e políticas de *reporting*. Justifica a escolha de empresas não financeiras dado o seu objectivo do estudo no utilizador final, as empresas financeiras têm ambas as vertentes, utilizador final e vendedor de instrumentos financeiros derivados. Obteve que 67% das empresas usam derivados e 33% não usam. El – Masry, Ahmed A.T. (2003), concluiu que as empresas usam derivados por razões de cobertura do risco (*Hedging*), e indicam que a principal razão é minimizar a volatilidade dos *cash flows*, a segunda razão indicada é o valor de mercado da empresa seguida de minimizar a volatilidade dos resultados e gestão dos rácios de balanço. O autor concluiu que cerca de 29% das empresas que usam derivados usam forwards, seguido dos *swaps*, *OTC options*, futuros, opções de taxa de câmbio, derivados estruturados e instrumentos híbridos, 23%, 17%, 13%, 8%, 6% e 2%, respectivamente,

para gerir o risco preço. Os *forwards* usados são os de taxa de câmbio. Conclui também que o risco de taxa de câmbio é o mais comumente gerido com recurso a derivados, seguido do risco de taxa de juro.

Nguyen e Faff (2002), efectuaram um estudo com o objectivo de encontrar determinantes da decisão de usar instrumentos financeiros derivados e a extensão em que tais instrumentos são usados. Análises estatísticas sugerem que a alavancagem, tamanho e liquidez são factores importantes associados com a decisão de usar derivados. Os resultados alcançados suportam a hipótese de dificuldades financeiras (uma empresa muito alavancada tem mais incentivos a usar derivados, assim, é esperada uma relação negativa entre a liquidez e o uso de derivados), enquanto a evidência da hipótese de subinvestimento não é confirmada. (Para os autores uma empresa com mais perspectivas de crescimento tende a ter um maior grau de subinvestimento, como tal, argumenta-se que essas empresas são mais inclinadas a usar derivados para se protegerem). Os custos de arranque parecem ser importantes, o que leva a que as grandes empresas sejam mais propensas a usar derivados. A evidência mostra que uma vez tomada a decisão de usar derivados, as empresas usam mais derivados à medida que a alavancagem aumenta e paga mais dividendos e argumentam que uma empresa com uma política de dividendos agressiva (relativamente a outras empresas da mesma indústria) terá mais problemas de liquidez e é previsível que utilize mais *hedging*. Assim, foi assumida a hipótese de uma relação positiva entre o uso de derivados e o pagamento de dividendos. Utilizaram como metodologia a análise das divulgações das demonstrações financeiras das 500 maiores empresas Australianas cotadas no *Australian Stock Exchange* para os anos de 1999 e de 2000. O estudo empírico demonstrou que das 469 empresas do estudo, 348 (74,2%) usam derivados. Também foi observado que os *Swaps* e *futures/forwards* são os mais populares instrumentos financeiros derivados, sendo usados por 75% das empresas que usam derivados. Se se tiver em conta os activo subjacentes, 83,62% dos utilizadores de instrumentos derivados usam derivados de taxa de câmbio seguido de derivados de taxa de juro (68,68%), enquanto que, apenas 35,63% das empresas utilizam derivados sobre *commodities*. Classificaram a empresa como “*derivative user*” se usar algum dos seguintes instrumentos derivados: *swaps*, *futures/forwards* e opções, e se for relatado nas demonstrações financeiras.

Concluíram no seu estudo que as empresas Australianas usam derivados com o objectivo de aumentar o valor da empresa em vez de maximizar o bem-estar da gestão, em particular, as políticas de uso de derivados pelas empresas estão mais orientadas para a redução dos custos de financiamento e gestão dos cash flows. A evidência empírica mostrou que os utilizadores de derivados são empresas grandes, altamente alavancadas, com restrições financeiras (baixos níveis de liquidez/liquidez corrente) e pagam dividendos relativamente altos.

González e Lopez (2005) efectuaram um estudo sobre determinantes teóricos do uso de derivados por empresas de seguros em Espanha, focando-se na teoria da agência e na teoria da maximização do valor da empresa. O estudo empírico conta com 28 seguradoras. Os autores concluíram que o tamanho e a alavancagem são os principais determinantes do uso de derivados. Segundo os autores, este estudo inclui variáveis não incluídas em estudos anteriores.

A teoria financeira tem tradicionalmente considerado que a gestão do risco pela gestão não faz sentido em mercados financeiros perfeitos. No entanto, existe hoje suporte teórico e empírico para a gestão dos riscos. Imperfeições nos mercados, conflitos de interesse, assimetria de informação explicam a utilização do *hedging* para maximizar o valor da empresa e mitigar os problemas de agência. A gestão do risco pela gestão interessa particularmente ao sector segurador pela necessidade de gestão do risco de taxa de juro e do, risco da taxa de câmbio em virtude da internacionalização, e nas seguradoras não vida a grande volatilidade de pagamentos. No entanto, as empresas têm diferentes atitudes face ao risco de onde resultam diferentes intensidades e frequências de *hedging*. Os derivados constituem a principal ferramenta *off-balance-sheet* usada pelas empresas para cobertura do risco no seu dia-a-dia. O objectivo deste estudo foi de testar algumas teorias olhando para o uso de derivados como instrumento de gestão do risco financeiro.

Para a gestão do risco e criação de valor para os accionistas, Miller e Modigliani, afirmaram que sob determinadas condições (mercados sem assimetria de informação, de impostos, custos de transacção e sem custos de agência) e desde que ao accionistas possam replicar as políticas financeiras da empresa com transacções no mercado de capitais, a estrutura do capital não tem impactos no valor da empresa. Desta forma, a gestão não aumenta o valor da empresa, porque os investidores podem gerir o risco da

mesma forma que a gestão ou até melhor. Mas os pressupostos assumidos não existem na realidade. Tendo em conta as imperfeições do mercado, a gestão do risco aumenta o valor dos accionistas, porque reduz a volatilidade dos *cash flows*. Claro que a utilização de *hedging* é justificada se os ganhos para os accionistas forem superiores aos custos suportados.

Os autores suportam que os custos de agencia resultam de diferentes interesses entre partes contratuais. Por exemplo, para uma empresa muito alavancada, os problemas entre accionistas e os credores aumentam, e para reduzir este conflito a empresa tem de reduzir a volatilidade dos *cash flows*. E por isso é expectado que empresas mais alavancadas usem mais instrumentos financeiros derivados e *hedging*. Os autores defendem, também que empresa com problemas financeiros e grande volatilidade dos *cash flows* tendem a usar mais *hedging*.

Os autores australianos Hue Hwa *et al.* (2011) usaram uma amostra de empresas cotadas na bolsa Australiana para os anos de 1999 e de 2000 para averiguar quais os factores que influenciam a decisão de usar derivados para cobertura do risco da taxas de juro, risco da taxa de câmbio e risco de flutuação de preço de mercadorias. Os autores referem que há duas grandes hipóteses na literatura que suportam a decisão de *hedging*: o aumento do valor da empresa ou a gestão do risco. Utilizaram um modelo de regressão linear e concluíram que variáveis como o tamanho, alicerçado na hipótese da existência de economias de escala associado ao uso de derivados, a alavancagem, considerando que a hipótese de dificuldades financeiras das empresas conduz a utilizarem mais instrumentos financeiros derivados e a capacidade de bloquear decisões por parte dos accionistas que controlam estão positivamente associadas com as decisões de *hedging*. Por outro lado, os autores concluíram que sendo os accionistas também gestores o uso de derivados está negativamente associado. Os autores não concluíram por qualquer evidência de associação entre desinvestimento ou gestão da aversão ao risco com *hedging*.

Bodnar e Gebhardt (1999) realizaram um estudo comparativo de inquéritos efectuados acerca do uso de derivados nos Estados Unidos da América (EUA) e na Alemanha. Os autores concluíram que é mais provável uma empresa alemã usar derivados do que uma Americana, 78% e 57%, respectivamente. Porém ambos usam derivados para a gestão

do risco de flutuações de preços. Concluíram também que o padrão geral de uso é comparável nos dois países, no entanto, a importância dada às demonstrações financeiras na Alemanha é maior que a dada nos EUA, assim como o controlo sobre as políticas mais apertadas. Em ambos os países, os derivados de taxa de câmbio são os mais usados, seguido de muito perto pelos derivados de taxa de juro e sendo os derivados sobre *commodities* os menos usados. Na Alemanha, o principal foco é a gestão dos resultados enquanto nos EUA o foco prende-se com a gestão dos *cash flows*. Este resultado é consistente com a grande importância dada às demonstrações financeiras na Europa Central, onde estas, também são usadas como base de determinação dos impostos, em contraponto, nos EUA estão muito mais orientadas para proporcionar informação aos investidores.

Bodnar *et al.* (2008) efectuaram um estudo por inquéritos em Itália e concluíram que é menos provável uma empresa italiana usar derivados que uma empresa do EUA. As empresas de maior dimensão são mais propensas a usar derivados o que sugerem a hipótese das economias de escala para o uso de derivados.

De forma a investigar o cumprimento do nível de divulgações na Nova Zelândia, Owusu-Ansah (2005) efectuaram um estudo num período de três anos, utilizando um índice de divulgação e um modelo de regressão. As conclusões foram que a variável independente "idade da empresa" é o factor mais preponderante na explicação da extensão de cumprimento das divulgações obrigatórias. O estudo mostra porém que as variáveis, tamanho, liquidez, rentabilidade, existência de comité de auditoria, e o tipo de auditor estão positiva e consistentemente associados com a extensão das divulgações.

Bartram *et al.* (2006) efectuaram um estudo com 7.319 empresas de 50 países, considerando que os testes tradicionais têm muito pouco poder de explicação da razão porque as empresas usam derivados. Esta amostra representa cerca de 80% da capitalização das empresas não financeiras. O estudo explica que identificar motivações para o uso de derivados é difícil, e que o uso de derivados pode ter significativas implicações em relação à maturidade dos passivos, política de dividendos, ou seja, numa série de características das empresas. Os autores concluem que todos os factores utilizados em estudos anteriores parecem estar associados com o uso de derivados, o que sugere que a divergência de conclusões anteriores relativamente a algumas variáveis se deve a uma falta de poder de explicação das amostras utilizadas. Os

resultados mostram-se consistentes com as previsões teóricas, mas condicionados pelas decisões endógenas das empresas de usar derivados. A análise efectuada revela a relação com o endividamento ou política de dividendos. O estudo mostra, também que empresas com acesso a mercados com menor liquidez tendem a usar menos derivados. Por outro lado, em países com alto risco financeiro e económico é mais provável efectuarem *hedging*.

Mais recentemente, EL-Shaib e Nesma (2012) estudaram o impacto do mercado e dos determinantes organizacionais na divulgação voluntária de informação por parte das empresas Egípcias. O objectivo deste estudo foi de investigar o impacto do mercado e dos determinantes organizacionais na divulgação voluntária de informação. Usaram um índice de divulgação voluntária com as seguintes variáveis dependentes: informações estratégicas; informação financeira; informações não-financeiras e informações de perspectiva futura para avaliar o nível de divulgação. Na análise multivariada utilizaram para os determinantes de divulgação voluntária os seguintes parâmetros: os resultados, a estrutura accionista, a intensidade da concorrência, a assimetria de informações e as possíveis relações com nível de divulgação. Os autores chegaram à conclusão que o nível de divulgação no mercado emergente do Egipto era baixo a moderado. E que não existe uma relação significativa entre os níveis de divulgação voluntária, os resultados, e a intensidade da concorrência, no entanto, essa relação é significativa para a assimetria da informação e estrutura accionista.

Na Turquia com o objectivo de estudar as empresas cotadas na bolsa de Istambul (índice ISE – *Istambul Stock Exchange*) relativamente às divulgações sobre derivados e o seu tratamento contabilístico, Selvi e Turel (2010) indicam que os bancos e empresas não financeiras cotadas no ISE-100 usam derivados principalmente para cobertura do risco. No entanto, a evidência mostra que preferem reportar os resultados (ganhos/perdas) das transacções na rubrica “*Held for trading*” em vez de aplicar “*Hedge Accounting*”, uma vez que não conseguem satisfazer os critérios requeridos pela IAS 39. Concluíram que nos anos recentes o uso de instrumentos derivados pelas empresas, tais como *forwards*, futuros, *swaps* e *options* tiveram um rápido crescimento, em termos de uso e de complexidade dos instrumentos. Os investidores têm a necessidade de ser informados sobre todos os riscos na formação do processo de decisão. Este estudo comparou dois estudos anteriores sobre o uso de derivados, tipo de derivados usados, derivados e

classes de risco, objectivos do uso de derivados, e relato de derivados. Concluindo que 35% das empresas não financeiras cotadas na bolsa de Istambul e 85% dos bancos usam derivados. Este estudo suporta que os derivados são largamente usados pelos Bancos na Turquia. De acordo com o estudo, concluiu-se que todos os bancos usam *swap's* e 89% usam *forwards*. Por outro lado, concluiu-se que a maioria (64%) de empresas não financeiras cotadas no índice ISE-100 preferem usar *forwards*. O nível usado de futuros é muito baixo, sendo que os bancos usam os futuros mais do que as empresas não financeiras, 39% e 11%, respectivamente. O uso de derivados é primeiro efectuado com o objectivo de gerir o risco de câmbio e depois o risco de taxa de juro. Concluíram, que 46% dos bancos usam derivados com o objectivo de especulação e apenas 7% no caso das empresas não financeiras.

Hassan *et al.* (2008) efectuaram um estudo sobre determinantes da qualidade das divulgações de instrumentos financeiros derivados em empresas cotadas na Malásia. No estudo, os autores investigaram a associação entre a qualidade das divulgações e as características das empresas. A qualidade das divulgações é medida através de um índice o qual é baseado em sete categorias de informação requeridas pela *Malaysian Accounting Standard Board (MASB) 24 Financial instruments: disclosure and presentation*. Os resultados indicam que o grau de divulgação é baixo, mas com tendência a aumentar. Os autores concluíram que o tamanho, rácio activo/passivo (*debt to total assets*), e a existência de um comité de gestão do risco (*risk management comité*) estão associados com a qualidade das divulgações. Os autores concluem que a implementação de normas de divulgação de instrumentos financeiros influencia as empresas a fornecer maior qualidade nas divulgações.

Múrcia e Santos (2010) efectuaram um estudo empírico de 100 empresas cotadas no Brasil que caminham desde 2008 para a convergência com a IFRS. Os autores recolheram a informação nos R&C dos exercícios de 2006, 2007 e de 2008. O estudo focou-se especificamente nas transacções de instrumentos financeiros derivados. Para tal foi construído um índice de divulgação com base na IAS 39 e IAS 32. As principais conclusões atingidas são que mais de metade das empresas não divulga o efeito da adopção das novas normas e que a maioria das empresas divulga o justo valor, mas não divulga os métodos usados para calcular esse justo valor. Algumas empresas não dão qualquer informação sobre transacções com derivados. Ainda assim, concluem que as

IFRS tiveram um impacto positivo nos níveis de divulgação mas as empresas não divulgam toda a informação requerida pelas normas.

Em Portugal, Lopes e Rodrigues (2007) estudaram os determinantes das divulgações ao abrigo da IAS 32/ IAS 39, no que respeita às divulgações de instrumentos financeiros por empresa cotadas no mercado de capitais português. A análise incluiu variáveis com vista a captar as características intrínsecas das sociedades portuguesas. Neste estudo não se concluiu por uma influência significativa da estrutura da Administração/Gestão, ou da estrutura financeira. Concluíram, porém que o tamanho, tipo de auditor, *status* e sector económico influenciam o grau de divulgações. Este estudo revelou áreas de melhoria nas práticas de divulgação das empresas portuguesas e sugere áreas para intervenção do regulador do mercado, no contexto da obrigatoriedade na aplicação das IAS depois de 2005. Para as autoras, um argumento para este estudo é que a teoria da agência, os custos políticos e teoria da sinalização, largamente aplicada ao mercado de capitais, pode não explicar a contabilização e as práticas de divulgação em Portugal, dado as características específicas das empresas portuguesas, tais como, os capitais próprio detidos pela família com poucos directores independentes e orientadas para o financiamento bancário.

Outro estudo realizado tendo por base os relatórios e contas consolidados, relativos ao exercício de 2004 de todas as empresas cotadas na *Euronext Lisbon* concluiu que o único determinante significativo do nível de divulgações de informação sobre instrumentos derivados é o tamanho da empresa. A análise efectuada pelos autores concluiu também que a qualidade do auditor externo, o nível de endividamento, a existência de planos de acções e o sector de actividade também constituem factores explicativos do nível de divulgações. (Lemos *et al.* 2009).

Bamber e McMeeking (2010) efectuaram um estudo que pretende, ao contrário de outros estudos realizados no passado, perceber onde as divulgações sobre instrumento financeiros derivados falham face às exigências do normativo internacional, este estudo centra-se em perceber as razões que levam as empresas a divulgar informação em excesso face ao requerido. Sugerem que os detalhes extra, estão comumente associadas a uma estratégia de legitimação. Poucos investigadores escolhem investigar demonstrações financeiras guiados pelas divulgações obrigatórias. Em vez disso, existe um grande número de investigadores que analisa as divulgações voluntárias. Em

contraponto, este estudo responde a duas questões inter-relacionadas: as empresas divulgam em excesso face às exigências? E se sim, porquê? Este estudo teve por base empresas não financeiras cotadas no FTSE-100 que cumprem com o normativo internacional, nomeadamente a *IFRS 7 – Financial Instruments: Disclosure*. As empresas financeiras foram deliberadamente excluídas em virtude da complexidade dos derivados usados e dos contratos de cobertura que apresentam grande complexidade e volume de divulgações praticados. A escolha das empresas do FTSE-100 resulta de estas estarem expostas a um nível elevado de risco, além de utilizarem instrumentos financeiros derivados mais frequentemente e divulgam mais informação do que outras. Os autores encontraram evidências que as empresas fornecem informação para além dos requisitos das IFRS 7, admitem que há evidência de divulgação voluntária e que esta tem um valor incremental, mas geralmente existe uma finalidade subjacente a essa informação. Para os autores há evidência que corrobora a teoria da legitimação (*Legitimacy Theory*). Os autores encontraram evidência clara de divulgações acima do requerido pela IFRS-7 indicando uma estratégia de legitimação. Encontraram, também que não são esperadas grandes perdas reconhecidas nos activos e passivos financeiros classificados ao justo valor por resultados, que são explicadas pelas empresas em grande detalhe mais do que é requerido. Em linha com muitos estudos sobre divulgações, divulgações extra tem como objectivo proteger a reputação e legitimar as políticas, processos e práticas de gestão em vez de deliberadamente enganar os investidores.

Muito recentemente, Birt *et al.* (2013) efectuaram um estudo com empresas da indústria extractiva na Austrália relativamente ao uso e nível de divulgações de instrumentos financeiros derivados. Concluíram que os instrumentos financeiros mais comuns são os *Forward Rate Agreement* e Opções e que os derivados estão positivamente associados com o tamanho e com os riscos financeiros. O índice de divulgação foi construído baseado na IFRS 7 e a evidência empírica revela que empresas alavancadas, auditadas pelas *Big Four* divulgam mais informação sobre os instrumentos financeiros derivados.

3. ESTUDO EMPÍRICO

a. Metodologia

Com a finalidade de atingir o principal objectivo deste estudo – determinantes do nível de divulgação nas empresas que utilizam instrumentos financeiros derivados, definiu-se como amostra as empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, porque são empresas para as quais se espera níveis de relato mais exigente, são empresas de maior dimensão, que utilizam instrumentos financeiros derivados mais frequentemente para a cobertura dos riscos, e porque constituem uma amostra representativa do tecido empresarial português.

A amostra assenta na análise dos Relatório & Contas consolidados das empresas cotadas na *Euronext Lisbon* em 31 de Dezembro de 2010, o que totaliza 43 empresas (apresenta-se as empresas incluídas na amostra no Anexo C – “Empresas incluídas na amostra por ordem alfabética”). Da análise foram excluídas as empresas que operam no sector financeiro, pelo facto de estas empresas utilizarem os derivados com objectivos diferentes da maioria das empresas não financeiras. O uso de derivados pelas empresas do sector financeiro é efectuado genericamente com o objectivo de negociação, ou especulação, ou na sua actividade normal com os clientes. Outros autores também excluíram da sua amostra empresas do sector financeiro devido à especificidades do seu negócio, Nguyen e Faff (2002), Owusu-Ansah (2005), El-Masry (2003) e Bartran *et al.* (2006).

Definiu-se como empresas utilizadoras de derivados as que usam algum tipo dos seguintes instrumentos financeiros derivados: *Swaps*, *Futuros/Forwards* e *Opções*, e desde que sejam divulgados pelas empresas nas notas às demonstrações financeiras. Como é óbvio, podem existir situações de uma empresa deter um instrumento financeiro derivados e não o relatar como tal.

Tabela 1 - Empresas por sector de actividade

Sector de Actividade	Nº Empresas	Usam derivados	% Empresas que usam Derivados
Casinos	1	-	0%
Comércio Automóvel	2	2	5%
Distribuição Alimentar	3	3	7%
Distribuição Combustíveis	1	1	2%
Electricidade	1	1	2%
Engenharia e Construção	3	3	7%
Equipamentos e Serviços e Informáticos	1	-	0%
Gestão Activos Imobiliários	3	2	5%
Indústria Transformadora	9	8	19%
Media	3	3	7%
Serviços	9	6	14%
Sociedade Anónima Desportivas	3	1	2%
Tecnologias da Informação	2	1	2%
Telecomunicações	2	2	5%
	43	33	77%

Verifica-se através da **Tabela 1** que cerca de 77% das empresas utilizam algum tipo de instrumento financeiro derivado, esta percentagem de utilizadores está de acordo com outros estudos efectuados. A amostra utilizada por Nguyen e Faff (2002), os utilizadores de instrumentos financeiros derivados ascende a 74,2%, na amostra de El-Masry (2003) os utilizadores são 67%, no estudo sobre empresas seguradoras Japonesas, Takao e Latara (2009) concluem que 74% das empresas usam derivados e Bodnar e Gebhardt (1999) no estudo efectuado contendo uma amostra de empresas dos EUA e da Alemanha concluem que 78% e 57%, respectivamente usam derivados. Selvi e Turel (2010) concluem que apenas 35% das empresas não financeiras da Turquia usam derivados.

Os sectores da Indústria Transformadora e Serviços são os que mais utilizam instrumentos financeiros derivados na cobertura dos riscos, 19% e 14%, respectivamente. Seguidos pelo sector dos *Media*, Engenharia e Construção e Distribuição Alimentar que representam, cada um 7% do total das empresas, e dos sectores de Gestão de Activos Imobiliários, Telecomunicações e Comércio Automóvel que representam cada um 5% do total das empresas.

Observa-se que o instrumento financeiro mais popular são os *Swaps* para cobertura do risco preço e risco cambial. Da amostra de 43 empresas as que usam algum tipo de instrumentos financeiro derivado são 33 empresas, e destas 29 usam *Swaps*, ou seja 88% das empresas que usam derivados usam *Swaps*. A **Tabela 2** resume os instrumentos financeiros usados pelas empresas, em que 29 usam *Swaps*, 14 *Forwards* (42%), 13 Opções (39%) e 3 negociam Futuros (9%).

Verifica-se que existe um largo número de empresas que utiliza mais do que um instrumento financeiro derivado diferente.

Estes instrumentos são maioritariamente usados como cobertura do risco cambial e risco de taxa de juro. E poucas são as empresas na nossa amostra que utilizam derivados como cobertura do risco de *commodities*.

Tabela 2 - Instrumentos financeiros derivados usados

	N.º Empresas	Usam derivados	%
<i>Swap</i>	29	33	88%
Futuros	3	33	9%
<i>Forwards</i>	14	33	42%
Opções	13	33	39%

b. Índice de Divulgação

De forma a verificar o grau de cumprimento das divulgações obrigatórias das normas do IASB, desenvolveu-se um índice de divulgação (ID) em que todas as variáveis têm o mesmo peso. O índice de divulgação foi desenvolvido para medir toda a informação divulgada. Se a informação é divulgada para um determinado item assume o valor um, caso contrário, o valor zero. Esta metodologia foi usada em inúmeros estudos anteriormente realizados, como por exemplo Owusu-Ansah (2005), Chalmes e Godfrey (2004), Lopes e Rodrigues (2007), Hassan *et al.* (2008). Apresenta-se os itens objecto de teste no Anexo B: Índice de Divulgação – Instrumentos Financeiros Derivados.

Este índice assenta na IFRS 7 do IASB, ao contrário de outros índices utilizados em anteriores estudos que assentam nas divulgações obrigatória exigida pela IAS 32 e IAS

39, Owusu-Ansah (2005), Chalmes e Godfrey (2004), Lopes e Rodrigues (2007), Birt *et al.* (2013).

Para Guni e Negutitá (2003), o papel da IFRS 7 é fornecer informação detalha, com o propósito de oferecer aos utilizadores uma imagem completa da posição e do desempenho financeiro da entidade.

O nosso índice foi agrupado em 8 componentes num total de 35 itens de divulgação obrigatória testados. As componentes são as seguintes:

- i) Políticas contabilísticas (6 itens);
- ii) Informação específica sobre riscos (7 itens);
- iii) Operação que não se qualificam como de cobertura (1 item);
- iv) Cobertura (5 itens);
- v) Cobertura dos fluxos de caixa (7 itens);
- vi) Cobertura de justo valor (2 Itens);
- vii) Cobertura do investimento líquido numa unidade estrangeira (3 Itens);
- viii) Justo valor (4 itens).

Para cada um dos itens consoante seja divulgado ou não é atribuído o valor um, ou zero.

A qualidade da divulgação medida pelo ID é dada pelo quociente entre a soma dos itens divulgados pela empresa e o número total de itens que constituem o ID aplicáveis a essa entidade. O valor obtido é multiplicado por 100 de forma a obter a qualidade da divulgação expressa em percentagem.

O Índice de Divulgação (ID) pode ser traduzido na seguinte fórmula:

$$IDi = \sum_{j=1}^n K_j/n$$

IDi: Índice de divulgação da empresa i;

K_j : Item de divulgação j sobre instrumentos financeiros derivados da empresa i ($K=1$ se a empresa divulga; 0 caso contrário);

j: Representa o item de divulgação testado;

n: Numero máximo possível de itens divulgados pela empresa i.

c. Hipóteses de Investigação

Com base na revisão de literatura e nos estudos efectuados anteriormente, considerou-se uma série de hipóteses dos determinantes do nível de divulgação de informação sobre instrumentos financeiros derivados em Portugal. Na formulação de todas as hipóteses indica-se a relação esperada com a variável dependente.

Tamanho (TAM)

Talvez a características que mais estudos têm focado relacionada com o nível de divulgação seja o **Tamanho** da empresa. De facto, a dimensão tem sido apontada em diversos estudos, Nguyen e Faff (2002), González e Lopez (2005), Lopes e Rodrigues (2007); Hassan M. *et al.* (2008); Lemos *et al.* (2009); Takao e Latara (2009), Hue Hwa *et al.* (2011) como um dos factores directamente associados com o uso de instrumentos financeiros derivados.

Estudos empíricos mostram que empresas de maior dimensão são mais propensas ao uso de derivados do que em empresas pequenas ou de média dimensão. El – Masry (2003) sugere que o menor uso de derivados está relacionado com o facto de a exposição ao risco ser menor, e principalmente, o nível de divulgação exigido, os custos de estabelecer e manter um programa de derivados excederem os benefícios esperados. De facto, as empresas maiores têm mais capacidade de implementar programas de *hedging* e beneficiar de economias de escala, ou aceder aos mercados financeiros, assim tendem a usar mais derivados. Esta perspectiva em que as empresas de maior dimensão beneficiam de economias de escala ao estabelecerem um programa de uso de derivados é corroborada por diversos autores: Nguyen e Faff (2002); González e Lopez (2005); Takao e Latara (2009); Mutawaa e Hewaidy (2010); Hue Hwa *et al.* (2011).

As empresas tornam-se maiores e as suas operações mais complexas, as assimetrias de informação aumentam entre vários grupos. Os custos de agência aumentam, de forma a minimizar este problema os accionistas aumentam as compensações dos gestores e este por sua vez diversificam os investimentos, a contabilidade de cobertura pode ser um mecanismo efectivo para aliviar os conflitos de agência dentro das empresas de maior dimensão, Takao e Latara (2009).

H1: *A qualidade da divulgação sobre instrumentos financeiros no relatório e contas está positivamente associada com o tamanho da empresa.*

Endividamento (ENDIV)

Uma Empresa muito alavancada tem mais incentivos a usar derivados para reduzir os custos de incumprimento. Os autores Nguyen e Faff (2002), referem que as empresas usam derivados com o objectivo de aumentar o valor da empresa e reduzir a probabilidade de incumprimento financeiro. Hue Hwa *et al.* (2011) justifica a utilização de derivados com a grande probabilidade de uma empresa muito alavancada encontrar problemas financeiros, e assim tem mais incentivos a efectuar cobertura (*hedging*) de forma a reduzir os custos de incumprimento. Nguyen e Faff (2002) argumentam que empresas mais endividadas tendem a divulgar mais informação para os seus credores e accionistas, desta forma diminuem os custos de agência e assimetria de informação.

Takao e Latara (2009) encontraram uma relação positiva e estatisticamente significativa entre o uso de derivados e endividamento.

Tendo em conta as imperfeições do mercado, a gestão do risco aumenta o valor dos accionistas, porque reduz a volatilidade dos *cash flows*. Claro que a utilização de *hedging* é justificada se os ganhos para os accionistas forem superiores aos custos suportados.

Os autores González e Lopes (2005) suportam que os custos de agência resultam de diferentes interesses entre partes contratuais. Por exemplo, para uma empresa muito alavancada, os problemas entre accionistas e os credores aumentam, e para reduzir este conflito a empresa tem de reduzir a volatilidade dos *cash flows*. E por isso é expectável que empresas mais alavancadas usem mais instrumentos financeiros derivados e *hedging*.

Em sentido inverso, Al Mutawaa e Hewaidy (2010) encontraram uma relação negativa entre o endividamento e o nível de divulgações, porém não significativa. Os autores explicam esta relação com o facto dos credores (por exemplo: Bancos) não necessitarem de informação das demonstrações financeiras na medida em que têm acesso a

informação directamente da empresa. Conclui também que empresas com um alto nível de endividamento tendem a fornecer menos informação nos seus relatórios e contas.

Outros estudos não encontraram nenhuma relação estatisticamente significativa entre endividamento e o nível de divulgações, Ali *et al.* (2004); Lopes e Rodrigues (2007).

H2: *A qualidade da divulgação sobre instrumentos financeiros no relatório e contas está associada com o nível de endividamento da empresa.*

Tipo Auditor (AUDIT)

É expectável que a qualidade da informação divulgada esteja associada com a qualidade do auditor. As empresas de auditoria têm uma reputação a defender e preocupam-se com a qualidade das divulgações dos relatórios e contas dos seus clientes, não querem estar ligados a situações de incumprimento de divulgações. O cumprimento das divulgações exigidas pelas IAS/IFRS está positivamente, associado com o facto de uma empresa ser auditada por uma das Big Four, Glaum and Street (2003); Lopes e Rodrigues (2008); Owusu-Ansah (2005). Por outro lado, alguns autores concluíram que a variável tipo de auditor está positivamente associada, mas é estatisticamente insignificante, Al Mutawaa e Hewaidy (2010), desta forma o nível de divulgações de uma entidade auditada por uma *Big Four* não é superior ao de uma empresa auditada por uma firma de auditoria local. Ali *et al.* (2004) concluiu pela não existência de associação entre a variável e o nível de divulgações.

H3: *A qualidade da divulgação sobre instrumentos financeiros no relatório e contas está positivamente associada com o tipo de auditor da empresa.*

Desempenho (DESEMP)

O desempenho das entidades tem sido frequentemente usado como uma variável que afecta o nível de divulgações. Uma empresa lucrativa tem incentivos a divulgar mais

informação de forma a maximizar o valor da empresa, Ali *et al.* (2004). Também relativamente ao desempenho existem estudos que apontam em sentidos diversos quanto à relação da variável desempenho com o nível de divulgações. Ali *et al.* (2004) fornece evidência de uma relação positiva entre desempenho e o nível de divulgações. No mesmo sentido, Glaum e Street (2003) e Al Mutawaa e Hewaidy, (2010) concluíram por uma relação positiva ainda que estatisticamente insignificante, quando medida através da rentabilidade dos capitais próprios, *Return on Equity* (ROE).

H4: *A qualidade da divulgação sobre instrumentos financeiros no relatório e contas está positivamente associada com o desempenho da empresa.*

Comité de gestão do risco (CGR)

Muitas empresas tomam atitudes proactivas no que respeita à gestão do risco económico e operacional, e desta forma estabelecem departamentos de auditoria interna e comités de auditoria, com o objectivo de gerir o risco. O objectivo é assegurar que a gestão não entra em posições com um elevado risco e assegurar que as empresas providenciam alta qualidade de informação nos relatórios e contas, Hassan *et al.* (2004). Assim é expectável que a qualidade das divulgações sobre instrumentos financeiros seja superior numa entidade com comité de gestão do risco comparativamente a uma empresa que não tem este apoio e controlo na gestão do risco, Owusu-Ansah (2005), porém apesar da relação positiva apresenta-se por vezes não estatisticamente significativa.

H5: *A qualidade da divulgação sobre instrumentos financeiros no relatório e contas está positivamente associada com a existência de um comité de gestão do risco na empresa.*

Concentração de capital (CC)

A estrutura societária influencia o nível de divulgações voluntárias de uma entidade, Lemos *et al.* (2009). O facto de a propriedade estar concentrada num número reduzido

de detentores, com facilidade de acesso a informação interna, diminui a probabilidade de divulgação de informação voluntária para o exterior, Lopes e Rodrigues (2007). Por outro lado, quanto maior for a dispersão do capital, maior é a necessidade de divulgar informação para evitar custos de agência. Para Nguyen e Faff (2002), a decisão de usar derivados está influenciada pela gestão que prefere reduzir o risco a que estão expostos. Dada aversão ao risco, é esperado que quanto maior o número de acções detidas pela gestão, maior é o incentivo a usar cobertura. Também para Owusun-Ansah (2005) a relação entre a concentração de capital e o nível de divulgações obrigatórias é negativa. Isto dá-se devido ao facto de os accionistas controladores terem acesso a informação que não está disponível para os accionistas minoritários e isto é um sério desincentivo à divulgação voluntária.

H6: *A qualidade da divulgação sobre instrumentos financeiros no relatório e contas está negativamente associada com a maior concentração do capital social da empresa.*

d. Variáveis Independentes

O **Tamanho** da empresa é uma das características mais vezes associadas às divulgações. O activo total ou o volume de negócios são duas das medidas possíveis do tamanho da empresa. Neste estudo usa-se o Activo Total, tal como muitos outros autores o fizeram (Lopes e Rodrigues (2007); Hassan *et al.* (2008); Takao e Latara (2009)). Seguindo estudos anteriormente realizados transformou-se o total do activo no logaritmo natural de forma a normalizar a distribuição.

O **Tipo de Auditor** tem sido demonstrado em vários estudos empíricos como estando associado com a qualidade das divulgações (Glaum e Street, (2003); Lopes e Rodrigues (2008); Al Mutawaa e Hewaidy (2010)). A *proxy* a usar será uma variável *dummy* que assume o valor 1, se o auditor externo pertence a uma *Big Four*, e 0 caso contrário. São

consideradas empresas *Big Four* as seguintes: Pricewaterhouse-Coopers, Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst&Young e KPMG.

O **Endividamento** é uma variável cuja associação com o nível de divulgação tem sido objecto de estudo, ainda que não exista uma relação que seja comum aos vários estudos. Os estudos efectuados que utilizam a endividamento com factor explicativo dos níveis de divulgações têm sido controversos. Utilizou-se como *proxy* para o nível de endividamento o rácio Passivo sobre Activo tal com em Hassan *et al.* (2008).

O **Desempenho** será medido por três indicadores: pelos resultados antes de impostos (RAI), tal como em Hassan *et al.* (2008), pelo *Return on Equity* (ROE), tal como Al Mutawaa e Hewaidy, (2010) e pelo *Return on Assets* (ROA).

O **Comité de gestão do risco** será mensurado através de uma variável *proxy* dicotómica que assume o valor 1 – se a entidade tem comité de gestão do risco e 0, caso contrário Hassan *et al.* (2004).

A **Concentração de capital** influencia o nível de divulgações esperadas. Para medir a concentração de capital utilizou-se uma variável *dummy*, que toma o valor 1 – se um único accionista detém mais de 50% do capital e 0 – caso contrário. Utilizou-se adicionalmente o número de acções detidos pelos três maiores accionistas sobre o número total de acções e o número de acções detidas pela administração sobre o número total de acções.

Na **Tabela 3** resume-se, as variáveis a testar e a relação prevista.

Tabela 3 - Variáveis Independentes

Hipótese	Variável	Associação esperada	Descrição
H1	Tamanho (TAM)	+	Logaritmo natural do Total do Activo
H2	Endividamento (ENDIV)	?	Rácio do Total do Activo sobre o Total do Passivo
H3	Tipo Auditor (AUDIT)	+	Variável Dummy: 1, se o auditor Big 4; 0; Caso contrário
H4	Desempenho (DESEMP_RAI)	+	Desempenho medido pelos Resultados antes de Impostos
	Desempenho (DESEMP_ROE)	+	Desempenho medido pelo Return on Equity, dado pelo rácio do resultado líquido do exercício sobre os capitais próprios
	Desempenho (DESEMP_ROA)	+	Desempenho medido pelo Return on Assets, dado pelo rácio do resultado líquido do exercício sobre o total do activo.
H5	Comité Gestão Risco (CGR)	+	Variável Dummy: 1, se a empresa tem comité gestão do risco; 0; Caso contrário
H6	Concentração Capital (CC+50%)	-	Variável Dummy: 1, se a um único accionista detém mais de 50% do capital social; 0, Caso contrário
	Concentração Capital (CC+3)	-	Rácio do número de acções detidas pelos 3 maiores accionistas sobre o número total acções.
	Concentração Capital (AADMIN)	-	Rácio do número de acções detidas pela Administração sobre o número total acções.

4. RESULTADOS

a. Análise Descritiva e Univariada

Conforme se constata pela análise da **Tabela 1**, a amostra seleccionada contém 77% das empresas que utilizam instrumentos financeiros derivados no exercício de 2010. A média de divulgação no total das empresas é de 49,9%, não existindo nenhuma entidade que divulgue a totalidade dos itens objecto de teste, tal como se observa da **Tabela 4**.

Na **Tabela 5** apresenta-se os valores de divulgação por componente para as empresas que divulgam algum tipo de instrumento financeiro derivado. Verifica-se que o valor médio de divulgação é maior para a generalidade das componentes testadas, o que demonstra uma maior preocupação com a divulgação por parte das empresas utilizadoras de instrumentos financeiros derivados.

No que respeita a cada uma das componentes o valor médio mais elevado é atingido na categoria “*Informação específica sobre riscos*” em que em média as empresas divulgam 79,4% da informação presente nos itens testados. O valor mais baixo de divulgação é atingido na componente “*Cobertura do investimento líquido numa unidade estrangeira*”, 2,33%.

Relativamente aos pontos “Políticas Contabilísticas”, “Informação específica sobre riscos”, “Operação que não se qualificam como de cobertura”, “Cobertura”, “Cobertura dos fluxos de caixa”, “Cobertura de Justo valor”, pelo menos uma das empresas objecto de análise divulga toda a informação requerida dado o valor máximo atingido de 100%.

Tabela 4 - Informação divulgada por componente

Componente de divulgação	Média	Mínimo	Máximo	Mediana	Desvio Padrão
Índice de Divulgação (ID)	0,4990	0,0286	0,8571	0,5429	0,2338
Políticas contabilísticas	0,5814	0,0000	1,0000	0,6667	0,2556
Informação específica sobre riscos	0,7940	0,1429	1,0000	0,8571	0,2211
Operação que não se qualificam como de cobertura	0,4884	0,0000	1,0000	0,0000	0,5058
Cobertura	0,6651	0,0000	1,0000	1,0000	0,4695
Cobertura dos fluxos de caixa	0,3887	0,0000	1,0000	0,4286	0,4020
Cobertura de Justo valor	0,1860	0,0000	1,0000	0,0000	0,3937
Cobertura do investimento líquido numa unidade estrangeira	0,0233	0,0000	0,3333	0,0000	0,0859
Justo valor	0,3605	0,0000	0,7500	0,5000	0,3003

Tabela 5 - Informação divulgada por componente
(empresas que utilizam Instrumentos financeiros Derivados)

Componente de divulgação	Média	Mínimo	Máximo	Mediana	Desvio Padrão
Índice de Divulgação (ID)	0,5587	0,0857	0,8571	0,6000	0,1906
Políticas contabilísticas	0,6593	0,0000	1,0000	0,6667	0,1912
Informação específica sobre riscos	0,8286	0,4286	1,0000	0,8571	0,1792
Operação que não se qualificam como de cobertura	0,5556	0,0000	1,0000	1,0000	0,5025
Cobertura	0,7911	0,0000	1,0000	1,0000	0,4022
Cobertura dos fluxos de caixa	0,4540	0,0000	1,0000	0,5714	0,3963
Cobertura de Justo valor	0,2000	0,0000	1,0000	0,0000	0,4045
Cobertura do investimento líquido numa unidade estrangeira	0,0222	0,0000	0,3333	0,0000	0,0841
Justo valor	0,4111	0,0000	0,7500	0,5000	0,2927

De forma a verificar a relação existente entre a variável dependente Índice de Divulgação (ID) e as variáveis independentes para as quais se formulou hipóteses, efectuou-se uma análise univariada recorrendo ao programa SPSS.

Tabela 6 - Estatística Descritiva

	Mean	Minimum	Maximum	Std. Deviation
ID	0,4990	0,0286	0,8571	0,2338
TAM	20,5116	17,0000	24,0000	1,7234
ENDIV	1,3721	1,0000	3,0000	0,5356
DESEMP - ROE	0,0880	-2,5538	1,2306	0,4851
DESEMP - ROA	0,0199	-0,2028	0,3739	0,0770
CC +3	0,6228	0,0000	1,0000	0,2670
AADMIN	0,0959	0,0000	0,7939	0,2006
AUDIT	0,6744	0,0000	1,0000	0,4741
CC +50%	0,5116	0,0000	1,0000	0,5058
CGR	0,3488	0,0000	1,0000	0,4822

A **Tabela 6** mostra uma breve descrição das variáveis explicativas. A média do nível de Endividamento (ENDIV) é 137% medida pelo rácio Activo sobre o Passivo, o que mostra um nível de endividamento, e por conseguinte de alavancagem considerável das empresas sobre análise. Verificou-se também que o indicador CC+3, que nos dá a % de acções detidas pelos três principais accionistas em média é de 62%, o que nos leva a concluir que existe uma concentração de capital elevada nas empresas portuguesas, com poucos accionistas a deterem a maioria do capital social. Estas características das empresas portuguesas já tinham sido constatadas no estudo efectuado por Lopes e Rodrigues (2008).

Na **Tabela 7** apresenta-se o coeficiente de correlação de Pearson para as variáveis independentes e para a variável dependente. A matriz de correlação dá-nos a correlação entre o índice e cada uma das variáveis explicativas, e as correlações entre as variáveis explicativas. As correlações ajudam-nos a perceber a relação estatística entre a variável dependente e as variáveis independentes e se existem sinais de colinearidade.

O coeficiente de correlação de Pearson entre o nível de divulgação medido pelo ID e tamanho medido pelo logaritmo natural do activo está positivamente associado e é significativo a um nível de significância de 1%. Da mesma forma o Desempenho medido pelo ROA – *Return On Assets*, também está positivamente correlacionado com o ID, a um nível de significância de 1%. Esta variável está correlacionada com o TAM e com o Desempenho medido pelo ROE.

Ou seja, as empresas de maior dimensão e as empresas que apresentam melhores resultados tendem a divulgar mais informação sobre instrumentos financeiros derivados.

Todas as restantes variáveis explicativas do coeficiente de correlação de Pearson não se mostram significativas.

Antes de efectuar o modelo de regressão linear é importante verificar se existe multicolineariedade entre as variáveis independentes. Utiliza-se o indicador VIF (*Variance Inflation Factor*) calculado para cada variável independente no modelo de regressão múltipla. No entanto, não existe uma regra para o valor a partir do qual, este sugere colineariedade, mas considera-se que existe um problema quando o VIF excede 10 (Mendenhall and Sincich, 1989). O valor do VIF na **Tabela 7**, é sempre inferior a 10, o que sugere a não existência de colineariedade, não sendo este um problema para o nosso modelo.

Tabela 7 - Coeficiente de correlação de Pearson

		ID	TAM	ENDIV	DESEMP - ROE	DESEMP - ROA	CC +3	AADMIN	AUDIT	CC +50%	CGR
ID	Pearson Sig.	1									
TAM	Pearson Sig.	,731** 0,000	1								
ENDIV	Pearson Sig.	,025 ,8748	-,031 ,8456	1							
DESEMP - ROE	Pearson Sig.	,060 ,703	,075 ,633	,040 ,800	1						
DESEMP - ROA	Pearson Sig.	,423** 0,005	,420** 0,005	,097 0,538	,346* 0,023	1					
CC +3	Pearson Sig.	-,153 ,329	-,064 ,684	-,035 ,825	,192 ,217	-,232 ,134	1				
AADMIN	Pearson Sig.	,065 ,681	-,137 ,380	-,055 ,725	-,001 ,997	-,182 ,243	-,100 ,521	1			
AUDIT	Pearson Sig.	,200 ,200	,121 ,438	,207 ,183	-,182 ,243	-,023 ,885	,054 ,732	-,274 ,076	1		
CC +50%	Pearson Sig.	-,076 ,628	-,089 ,571	,072 ,648	,108 ,489	-,189 ,224	,750** 0,000	-,213 ,170	,215 ,167	1	
CGR	Pearson Sig.	,079 ,616	,095 ,543	,131 ,403	,151 ,333	,109 ,485	0,0714673 ,649	-,104 ,509	-,116 ,458	0 ,143	1,000
VIF		-	2,0620	1,1223	1,3772	1,6263	2,6644	1,2385	1,3401	2,9492	1,2256

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

b. Análise multivariada

Modelo de Regressão Linear Múltiplo

Dado que se verifica uma correlação entre a variável DESEMP-ROA, TAM e DESEMP-ROE, a variável DESEMP-ROA foi excluída do modelo de regressão linear múltiplo, de forma a evitar problemas de multicolineariedade.

O modelo de regressão linear múltiplo foi desenvolvido de acordo com as hipóteses formuladas, considerando o Índice de Divulgação como variável dependente, expresso da seguinte forma:

$$ID = \alpha_0 + \alpha_1 TAM + \alpha_2 ENDIV + \alpha_3 ROE + \alpha_4 CC3 + \alpha_5 AADMIN + \alpha_6 AUDIT + \alpha_7 CC50\% + \alpha_8 CGR + \varepsilon$$

Onde;

ID: Índice de divulgação

α_0 : Constante

TAM: Tamanho (medido pelo logaritmo natural do Activo)

ENDIV: Endividamento (medido pelo rácio Activo/Passivo)

ROE: *Return on Equity* (mede a rentabilidade dos capitais próprios, medido pelos rácio resultado líquido do exercício / Capitais Próprios).

CC3: Concentração de capital 3 (medido pela % de acções detidas pelo 3 principais accionistas);

AADMIN: % de acções detidas pela administração (medido pela % de acções detidas pela administração no total de acções);

AUDIT: Auditor (variável dicotómica, 1 se auditor é *Big Four*, 0 caso contrário);

CC50%: Um accionista detém mais de 50% do capital social (variável dicotómica, 1 se um único accionista detém mais de 50% do capital social, 0 caso contrário);

CGR: Comité de Gestão do Risco (variável dicotómica, 1 se tem comité de gestão do risco, 0 caso contrário);

ε : Erro

Na **Tabela 8** apresenta-se os resultados do modelo de regressão linear múltiplo. Os resultados mostram um F-static de 6,679 (Sig.0,000). Este resultado suporta a significância do modelo de regressão. A regressão mostra-nos que o R^2 é de 0,611, o que implica que as variáveis independentes incluídas no modelo explicam 61,1% da variação do índice de divulgação.

Olhando para a associação entre as variáveis independentes e nível divulgação medido pelo ID, os resultados indicam que o Tamanho medido pelo logaritmo natural do activo é positivamente associado com o nível de divulgação, a um nível de significância menor que 1%. Este resultado sugere que as empresas de maior dimensão cumprem mais com as divulgações exigidas pelo IASB, do que as empresa de menor dimensão. A associação positiva entre Tamanho e o nível de divulgações é consistente com outros estudos realizados (Ali *et al.* (2004); Lopes e Rodrigues (2007); Al Mutawaa, e Hewaidy (2010); Hassan *et al.* (2008)).

As variáveis independentes Endividamento (ENDIV) medida pelo rácio activo sobre o passivo, Desempenho (DESEMP-ROE) medido pelo ROE, Concentração de capital (CC+50%) medido através da variável dicotómica que assume 1 se um único accionista detém mais de 50%, 0 em caso contrário e variável independente Comité de Gestão do Risco (CGR) medido pela variável dicotómica, que assume o valor 1 se a entidade tem um comité de gestão do risco e 0 caso contrário, mostram-se positivamente associada embora de valor baixo, mas estatisticamente insignificantes.

Estes resultados são coerentes com outros estudos que têm vindo a demonstrar relativamente a estas variáveis resultados não estatisticamente significativos, e sem uma relação consistente.

Hassan *et al.* (2008) relativamente à variável Endividamento conclui por uma associação positiva, mas estatisticamente insignificante. Por outro lado, Al Mutawaa, e Hewaidy (2010) conclui que a alavancagem (endividamento) está negativamente associada com o nível de divulgação, mas estatisticamente insignificante. Outros

estudos mostram associação negativa ou positiva mas são estatisticamente insignificantes (Glaum e Gray (2003); Ali *et al.* (2004).

Hassan *et al.* (2008) conclui por uma associação positiva e estatisticamente significativa a 1% para a relação entre a existência de um comité de gestão do risco e o nível de divulgação sobre instrumentos financeiros derivados. Neste estudo através da **Tabela 8** mostra-se uma relação positiva mas estatisticamente insignificante.

A Concentração de capital medida pela % detida pelos 3 principais accionistas confirma a hipótese H6, pois mostra-se negativamente associada com o nível de divulgação, mas estatisticamente é insignificante. Ou seja, não nos permite concluir que uma maior concentração de capital leva a um menor nível de divulgação. Esta conclusão pode ser suportada pela teoria que indica que quanto maior for a dispersão do capital maior a necessidade de divulgar informação para evitar custos de agência. Similarmente, o estudo de Lopes e Rodrigues (2007) também não conclui por influência significativa da estrutura de capital.

O número de acções detidas pela administração (AADMIN), mostra-se positivamente associado com o nível de divulgação mas é inconclusivo (estatisticamente insignificante).

Relativamente à variável independente Tipo de Auditor (AUDIT) é confirmada a hipótese H3, embora seja estatisticamente insignificante. Este resultado sugere que as empresas auditadas pelas “BIG 4” não providenciam melhores divulgação do que as empresas não associadas às “BIG 4”. Hassan *et al.* (2008), Al Mutawaa, e Hewaidy (2010) também encontraram uma relação positiva mas insignificante estatisticamente.

Tabela 8 -Resultados Modelo de Regressão Linear

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1,549	,328		-4,719	,0000
	TAM	,100	,015	,735	6,589	,0000
	ENDIV	,001	,049	,002	0,017	,9867
	DESEMP - ROE	,000	,001	,057	,5026	,6185
	CC +3	-,002	,001	-,223	-1,310	,1989
	AADMIN	,261	,133	,224	1,958	,0584
	AUDIT	,080	,061	,162	1,316	,1969
	CC +50%	,073	,083	,158	,880	,3853
	CGR	,011	,057	,022	,185	,8541

R² 0,611 F-statistic 6,679 Sig. 0,000
 Ajusted R² 0,520
 Durbin-Watson 1,407

Análise de Sensibilidade

Procedeu-se a uma análise prévia da normalidade dos dados. Apesar de algumas transformações efectuadas nas variáveis não normais, considerou-se aceitáveis, à semelhança com outros estudos efectuados como Hassan *et al.* (2008) que os valores obtidos para Kurtosis e Skewness são iguais a 3 e a 0, respectivamente. Também se efectuou neste estudo, testes não paramétricos. Repetiu-se o modelo de regressão usando a possibilidade de *ranked transformation* e substituíram-se as variáveis (ENDIV; DESEMP – ROE e AADMIN) pelo seu *Rank*. Este procedimento foi usado noutros estudos tal como Ali *et al.* (2004) e Owusu-Ansah (2005). Os resultados obtidos seguem na **Tabela 9**, e são consistentes com os apresentados nas **Tabela 8** para os quais se apresentam conclusões. No **Anexo A** apresenta-se o Coeficiente de correlação *Ró de Sperman* onde as conclusões anteriormente retiradas não são alteradas.

Tabela 9 -Resultados Modelo de Regressão Linear: Ranked Transformation

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1,606	,342		-4,699	,0000
	TAM	,097	,015	,711	6,380	,0000
	R_ENDIV	,001	,002	,041	0,366	,7168
	R_DESEMP - ROE	,004	,002	,238	2,2290	,0325
	CC +3	-,002	,001	-,193	-1,177	,2475
	R_AADMIN	,002	,002	,101	0,854	,3990
	AUDIT	,067	,059	,135	1,124	,2689
	CC +50%	,050	,082	,108	,610	,5462
	CGR	,001	,055	,002	,013	,9894

R² 0,628 F-statistic 7,167 Sig. 0,000
 Ajusted R² 0,540
 Durbin-Watson 1,274

5. CONCLUSÕES

Neste estudo analisou-se a qualidade de divulgação, medida pelo índice de divulgação que tem por base os requisitos exigidos pelas normas do IASB, das empresas Portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon* para o ano de 2010. A amostra contém 43 empresas não financeiras e foram analisadas 8 componentes de divulgação num total de 35 itens de divulgação requeridos pela *IFRS 7*, relacionados com instrumentos financeiros. Verificou-se que as empresas portuguesas mostram um grande nível de concentração de capital num pequeno número de accionistas. O estudo revela que as empresas portuguesas têm níveis de endividamento relativamente elevados, e estão orientadas para o financiamento bancário.

Este estudo permite concluir que as empresas de maior dimensão cumprem melhor com as divulgações exigidas.

Este estudo indica que as empresas cumprem com os requisitos de divulgação em cerca de metade dos itens testados, verifica-se um esforço para cumprir com os requisitos de divulgação face a anteriores estudos realizados em Portugal. De facto, é notório um crescimento do nível de cumprimento das divulgações desde a obrigatoriedade de adopção das normas IASB pelas empresas cotadas, tal como adoptadas pela União Europeia. Estas conclusões são corroboradas noutros estudos. Chalmes *et al.* (2011) efectuaram um estudo longitudinal para o período de 1990 a 2008 onde mostram que a adopção das IFRS contribuiu para a um incremento no nível de divulgações.

Através da análise univariada concluiu-se que o Tamanho, e o Desempenho quando medido pelo ROA são factores que influenciam o nível de divulgação. Ou seja, são as empresas de maior dimensão e as empresas com melhores resultados que tendem a divulgar mais informação sobre instrumentos financeiros derivados. O modelo de regressão mostra que apenas a variável Tamanho está significativamente relacionada com o índice de divulgação. Indicando que o índice de divulgação aumenta à medida que aumenta o tamanho da empresa, resultado que é consistente com anteriores estudos. Todas as restantes variáveis sob análise não são estatisticamente significativas.

Este estudo mostra que todas as empresas portuguesas divulgam que utilizam instrumentos financeiros derivados com o objectivo de cobertura do risco. Não há

nenhuma empresa que divulgue que utiliza instrumentos financeiros derivados com objectivos de especulação, ainda que o instrumento financeiro derivado não cumpra os requisitos para a sua utilização como contabilidade de cobertura.

A maioria das empresas utiliza os instrumentos financeiros derivados para cobertura dos fluxos de caixa, como instrumento de cobertura de taxa de juro, taxa de câmbio bem como instrumentos de cobertura de *commodities*. Desta forma, verifica-se que a grande maioria das empresas da amostra utilizam *Swaps*, pouco menos de metade das empresas utilizam *Forwards* e algumas das empresas têm contratos de opções (tais como, *collars*, *caps*, *floors*, etc). Uma minoria das empresas utilizam contratos de futuros para a cobertura do risco.

Este estudo revela que a maior parte das empresas efectua cobertura dos fluxos de caixa, e em menor percentagem, cobertura de justo valor e apenas 3 empresas efectuem cobertura do investimento liquido numa unidade operacional estrangeira.

Este estudo revela importantes características das empresas portuguesas, tais como, a estrutura de capital, os níveis de endividamento e de rentabilidade e instrumentos de cobertura utilizados. Revela as práticas de divulgações seguidas pelas empresas deste a adopção das IAS/IFRS em 2005 até à data actual do estudo.

Finalmente, o estudo comporta algumas limitações. Devido a custos e tempo disponível apenas foram analisadas empresas cotadas na *Euronext Lisbon*. A dimensão da amostra é de 43 empresas, que embora seja um problema intrínseco do mercado de capitais português, restringe as hipóteses testadas pelo modelo de regressão linear. Outra limitação resultada da construção do índice de divulgação. De salientar que se analisou apenas um exercício económico depois da obrigação da aplicação das normas do IASB às empresas cotadas. Estudos posteriores incluindo um range de anos maior, pode ser interessante para verificar a evolução comparativa do nível de divulgações. A inclusão de outras variáveis explicativas (*listing status*; cultura e ambiente; internacionalização; ambiente económico, idade da empresa) pode produzir resultados interessantes.

Em suma, acredito que este estudo apesar das limitações revela interessantes análises entre o nível de divulgações das empresas portuguesas cotadas e possibilita a comparação com anteriores estudos, ou estudo futuros.

6. Anexos

Anexo A - Coeficiente de correlação de Ró de Spearman

		ID	TAM	ENDIV	DESEMP - RAI	DESEMP - ROE	DESEMP - ROA	CC +3	AADMIN	AUDIT	CC +50%	CGR
ID	Spearman	1,000										
	Sig.											
TAM	Spearman	,728**	1,000									
	Sig.	,000										
ENDIV	Spearman	-,019	-,044	1,000								
	Sig.	,906	,780									
DESEMP - ROE	Spearman	,320*	,107	-,143	,415**	1,000						
	Sig.	,036	,494	,359	,006							
DESEMP - ROA	Spearman	,436**	,385*	,274	,741**	,566**	1,000					
	Sig.	,003	,011	,076	,000	,000						
CC +3	Spearman	-,192	-,080	-,010	-,017	,008	-,133	1,000				
	Sig.	,217	,608	,949	,912	,961	,394					
AADMIN	Spearman	-,122	-,222	-,177	-,304*	,002	-,250	-,176	1,000			
	Sig.	,437	,153	,255	,048	,990	,105	,258				
AUDIT	Spearman	,150	,118	,202	,176	-,020	,236	,074	-,374*	1,000		
	Sig.	,336	,450	,193	,259	,899	,128	,637	,013			
CC +50%	Spearman	-,075	-,067	,108	,026	,060	-,060	,780**	-,235	,215	1,000	
	Sig.	,632	,670	,489	,867	,702	,702	,000	,130	,167		
CGR	Spearman	,063	,104	,163	,106	,055	,110	,083	-,054	-,116	,227	1,000
	Sig.	,688	,506	,295	,498	,726	,482	,599	,731	,458	,143	

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Anexo B - Índice de Divulgação - instrumentos financeiros derivados

Componente de divulgação	<i>Valor</i>
<i>Políticas contabilísticas</i>	
Política de gestão do Risco incluindo Política de cobertura	1
Objectivos de detenção ou contratação de derivados	1
Políticas contabilísticas e métodos utilizados	1
Informação com as garantias comprometidas com a sua contratação	1
Procedimentos de controlo interno seguidos pela empresa na supervisão dos derivados	1
Identificação dos instrumentos derivados transaccionados	1
<i>Informação específica sobre riscos</i>	
Segregação por categorias de risco (risco de crédito, liquidez e de mercado)	1
Objectivos, políticas e procedimentos de gestão de risco (divulgações qualitativas)	1
Métodos utilizados para a mensuração do risco	1
Exposição máxima ao risco de crédito	1
Análise de sensibilidade para cada tipo de risco	1
Valor fácil, valor nocional	1
Análise de maturidade contratual	1
<i>Operação que não se qualificam como de cobertura</i>	
Ganhos e perdas obtidos durante o exercício	1
<i>Cobertura</i>	
Descrição de cada tipo de cobertura	1
Método de contabilização	1
Descrição dos instrumentos financeiros designados como de cobertura	1
Justo valor dos instrumentos de cobertura à data de relato	1
Natureza dos riscos cobertos	1
<i>Cobertura dos fluxos de caixa</i>	
Períodos que se esperam que os fluxos de caixa ocorram	1
Período em que se espera que as operações venham a afectar os resultados	1
Descrição das transacções previstas relativamente às quais tenha sido previamente usada a contabilidade de cobertura, mas que já não se espera que ocorram.	1
Quantia escritura no capital próprio no período, ganhos perdas incorridas no exercício.	1
Quantia que foi removida do capital próprio e incluídas nos resultados do período	1
Quantia que foi removida do capital próprio durante o período e incluída nos custos iniciais ou outra quantia escriturada de um activo não financeiro ou de um passivo não financeiro, cuja transacção ou ocorrência seja uma transacção coberta prevista e altamente provável.	1
A ineficácia reconhecida nos resultados decorrente das coberturas de fluxos de caixa.	1
<i>Cobertura de Justo valor</i>	
Ganhos ou perdas de coberturas pelo justo valor sobre o instrumento de cobertura.	1
Ganhos ou perdas de coberturas pelo justo valor sobre o item coberto, atribuível ao risco coberto.	1
<i>Cobertura do investimento líquido numa unidade estrangeira</i>	
Quantia escriturada no capital próprio durante o período	1
Quantia que foi removida do capital próprio e incluída nos resultados durante o período	1
A ineficácia reconhecida nos resultados decorrente das coberturas de investimentos líquidos em entidades estrangeiras	1
<i>Justo valor</i>	
Justo valor para cada classe de activos ou passivos financeiros de forma a permitir a sua comparação com as quantias escrituradas	1
Métodos e técnicas adoptados na determinação do justo valor	1
Pressupostos aplicados na determinação do justo valor	1
Média do justo valor durante o ano	1

Contabilidade de Instrumentos Financeiros Derivados: Estudo empírico dos determinantes do nível de divulgação na *Euronext Lisbon* para o ano de 2010

Anexo C - Empresas incluídas na amostra por ordem alfabética

Empresa	Sector	Empresa	Sector
Altri, SGPS	Indústria Transformadora	Mota Engil	Engenharia e Construção
Benfica	Sociedade Anónima Desportivas	Novabase, SGPS	Tecnologias da informação
Brisa	Serviços	Orey Antunes	Serviços
Cimpor, SGPS	Indústria Transformadora	P. Telecom	Telecomunicações
Compta	Equipamentos e Serviços e Informáticos	Portucel	Indústria Transformadora
Confinia, SGPS	Media	Reditus, SGPS	Serviços
Corticeira Amorim	Indústria Transformadora	REN	Electricidade
EDP	Serviços	S. Costa	Engenharia e Construção
EDP Renováveis	Serviços	SAG Gest	Comércio Automóvel
Estoril Sol	Casinos	Semapa	Indústria Transformadora
F. Ramada	Indústria Transformadora	Sonae	Distribuição Alimentar
Futebol Club Porto	Sociedade Anónima Desportivas	Sonae Capital	Gestão Activos Imobiliários
Galp Energia	Distribuição Combustíveis	Sonae Ind. SGPS	Indústria Transformadora
Glintt	Tecnologias da informação	Sonae Sierra	Gestão Activos Imobiliários
Ibersol, SGPS	Serviços	SonaeCom, SGPS	Serviços
Imob Grão Pará	Gestão Activos Imobiliários	Sporting	Sociedade Anónima Desportivas
Impresa, SGPS	Media	Sumo+Compal	Distribuição Alimentar
Inapa- Inv. P. Gestão	Serviços	Teixeira Duarte	Engenharia e Construção
J. Martins, SGPS	Distribuição Alimentar	Toyota Caetano	Comércio Automóvel
Lisgrafica	Indústria Transformadora	VAA Vista Alegre	Serviços
Martifer	Indústria Transformadora	Zon Multimédia	Telecomunicações
Media Capital	Media		

7. BIBLIOGRAFIA

Al Mutawaa, A., Hewaidy, A. M. (2010), Disclosure level and compliance with IFRSs: An empirical investigation of kuwaiti companies. *The International Business & Economics Research Journal*, 9(5), 33-49.

Au Yong, Hue Hwa, Faff, Robert W. and Nguyen, Hoa, (April, 2011). The Association between Firm Characteristics and the Use of a Comprehensive Corporate Hedging Strategy: An Ordered Probit Analysis. *Frontiers in Finance and Economics*, Vol. 8, No. 1, pp. 1-16, 2011.

Bamber, M., e McMeeking, K. (2010), An examination of voluntary financial instruments disclosures in excess of mandatory requirements by UK FTSE 100 non-financial firms. *Journal of Applied Accounting Research*, 11(2), 133-153.

Bartram, Söhnke M., Brown, Gregory W. and Fehle, Frank Rudolf, International Evidence on Financial Derivatives Usage (October 1, 2006). *Financial Management*, Vol. 38, No. 1, pp. 185-206, Spring 2009; AFA 2004 San Diego Meetings; EFA 2003 Glasgow.

Birt, J., Rankin, M., Song, C. L. (2013). Derivatives use and financial instrument disclosure in the extractives industry. *Accounting and Finance*, 53(1), 55

Chalmers, K., Godfrey, J. M. (2004). Reputation costs: The impetus for voluntary derivative financial instrument reporting. *Accounting, Organizations and Society*, 29(2), 95-125.

Chalmers, K., Clinch, G., Godfrey, J. M. (2011). Changes in value relevance of financial information upon IFRS adoption: Evidence from Australia. *Australian Journal of Management*, Vol.36, N. ° 2, 2011.

Bodnar, G. M., Gebhardt, G. (1999), Derivatives usage in risk management by US and german non-financial firms: A comparative survey. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 10(3), 153-187

Bodnar, Gordon M., Consolandi, Costanza, Gabbi, Giampaolo and Jaiswal-Dale, Ameeta, **A Survey on Risk Management and Usage of Derivatives by Non-Financial Italian Firms** (November 21, 2008). Research Paper No. 7/08. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1305033> acessado em Novembro de 2012.

El – Masry, Ahmed A.T. (2003). A survey of derivatives use by UK nonfinancial companies, Working Paper Series, *Manchester Business School* 455-03. Disponível em <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.397400> acessado em Novembro de 2012.

Glaum, M., Donna, L. S. (2003). Compliance with the disclosure requirements of germany's new market: IAS versus US GAAP. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 14(1), 64-100.

Gebhardt, G. (2012). Financial instruments in non-financial firms: What do we know? *Accounting and Business Research*, 42(3), 267.

González, L.O.; Lopez S.F.,(2005) Determinants of Derivative Usage in the Spanish Life Insurance Industry. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=796686> acessado em Dezembro de 2012.

Guni, Claudia Nicoleta; Negutită, Octav (2003). Accounting for financial instruments: one of the most controversial fields in the financial reporting, *Economic Management Financial Markets*, volume 6, 2011, pp.982-988

International Accounting Standards Board, IASB (2008), Norma Internacional de Contabilidade n. °1 *Presentation of financial statements*.

Ismail, T. H., El-Shaib, N. (2012). Impact of market and organizational determinants on voluntary disclosure in Egyptian companies. *Meditari Accountancy Research*, 20(2), 113-133

Lemos, Kátia; Rodrigues, Lúcia (2007) Divulgação de informação sobre Operações com Instrumentos Financeiros Derivados: Evidência Empírica no Mercado de Capitais português. *Revista de Estudos Politécnicos*, 2007, Vol. IV n.º7, 149-188.

Lemos, Kátia; Rodrigues, Lúcia; Ariza, Lázaro (2009) Determinantes do nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados. Evidência empírica no mercado de capitais português. *Revista de Estudos Politécnicos*, 2009, Vol. III n.º12, 145-175.

Mendenhall, W. and Sincich, T (1989) “**A Second Course in Statistics: Regression Analysis** (7th Edition).

Muhammad, J. Ali., Ahmed, K., Henry, D. (2004). Disclosure compliance with national accounting standards by listed companies in south asia. *Accounting and Business Research*, 34(3), 183-199.

Murcia, Fernando D.R. and Santos, Arioaldo dos, **Evidences of International Financial Reporting Standards (IFRS) Implementation in Brazil: The Case of Derivatives** (January 14, 2010). Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1536608> acessado em Dezembro de 2012.

Nguyen, H., Faff, R. (2002), On the determinants of derivative usage by Australian companies. *Australian Journal of Management*, 27(1), 1-24.

Nguyen, H. V. (2011). Why do non-financial firms select one type of derivatives over others? *The Journal of Applied Business and Economics*, 12(3), 91-109.

Owusu-Ansah, S. (2005). Factors influencing corporate compliance with financial reporting requirements in New Zealand. *International Journal of Commerce & Management*, 15(2), 141-157.

Patrícia, T. L., Lúcia, L. R. (2007). Accounting for financial instruments: An analysis of the determinants of disclosure in the portuguese stock exchange*. *The International Journal of Accounting*, 42 (1) 25.

Hassan, M.; Saleh. N.; Ridhuan, M. (2008), **Determinants of financial instruments disclosure quality among listed firms in Malaysia**. Social science: comprehensive works. Disponível em <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1157788> acessado em Janeiro 2013.

Selvi, Y., Asli Türel. (2010). Derivatives usage in risk management by turkish non-financial firms and banks: A comparative study. *Annales Universitatis Apulensis: Series Oeconomica*, 12(2), 663-671.

Takao, A., Lantara, I. W. (2009). **The determinants of the use of derivatives in japanese insurance companies**. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1494834> acessado em Janeiro de 2013.