

DISCLOSURE VOLUNTÁRIO DO CAPITAL INTELECTUAL E O CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO: ESTUDO EM EMPRESAS INDUSTRIAIS LISTADAS NA BM&FBOVESPA

Franciele Machado de Souza

Mestranda em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná (UFPR)
Av. Prefeito Lothário Meissner, 632 – Jardim Botânico – CEP 80210-170 – Curitiba/PR
E-mail: m.franciele@gmail.com – Telefone: (41) 3360-4193

Vicente Pacheco

Doutor em Engenharia de Produção
Universidade Federal do Paraná (UFPR)
Av. Prefeito Lothário Meissner, 632 – Jardim Botânico – CEP 80210-170 – Curitiba/PR
E-mail: vpacheco@ufpr.br – Telefone: (41) 3360-4193

RESUMO

Este artigo teve por objetivo identificar a associação do *disclosure* de capital intelectual (CI) nos Relatórios da Administração no custo do capital próprio em 33 companhias industriais listadas na BM&FBovespa, no período de 2010 a 2013. Assume-se a hipótese de que há uma associação negativa entre o nível de divulgação de capital intelectual e o custo do capital próprio. Para testar essa hipótese, foram coletados e analisados os relatórios da administração de 33 empresas industriais listadas na BM&FBovespa, no período de 2010 a 2013. Para avaliação do nível de *disclosure* do capital intelectual das empresas analisadas, foi utilizado um índice composto de 61 indicadores, conforme Li et al. (2008). O modelo utilizado para calcular o custo de capital próprio foi o CAPM. Os resultados encontrados revelam que a existência de uma associação negativa entre divulgação de capital intelectual e o custo de capital próprio somente para os anos de 2010 e 2013. No entanto, o impacto negativo da divulgação do capital intelectual não é significativo. Além disso, dentre as empresas que compõem a amostra, os elementos mais evidenciados foram o capital estrutural para o período de 2010 a 2013. Este estudo é um dos primeiros a fornecer evidência empírica da associação entre o custo do capital próprio e o nível de divulgação nas três categorias individuais do capital intelectual (humano, estrutural e relacional).

Palavras-chave: *Disclosure* Voluntário; Capital Intelectual; Custo do capital próprio.

Área temática do evento: Contabilidade para Usuários Externos (CUE).

1 INTRODUÇÃO

O *disclosure* do capital intelectual é uma dimensão importante das informações fornecidas voluntariamente (HOLLAND, 2003, 2006; BURGMAN; ROOS, 2007) pelas empresas. Nas duas últimas décadas, o capital intelectual vem atraindo interesse considerável tanto de profissionais da área, como de pesquisadores acadêmicos. Essa atenção crescente tem sido encorajada primariamente pelo papel que ele tem nos processos e atividades de geração de valor nas atividades organizacionais (MANGENA; PIKE; LI, 2010).

O problema, no entanto, é que esses investimentos são debitados nas demonstrações financeiras ou amortizados arbitrariamente e, portanto, não são completamente expressos nestes demonstrativos (MANGENA; PIKE; LI, 2010). Consequentemente, os valores contábeis de empresas com importâncias significativas de investimentos em capital intelectual não têm

relação com os valores de mercado (AMIR; LEV, 1996; BRENNAN, 2001; LEV, 2001; HOLLAND, 2003).

Barth, Kasznik e McNichols (2001) e Holland (2003; 2006) argumentam que uma das consequências é a assimetria de informações entre a empresa e os usuários dos relatórios financeiros. Aboody e Lev (2000) sugerem que a assimetria de informação entre administradores e usuários é mais aguda para o capital intelectual do que para os outros tipos de divulgações, porque ela é singular a empresas específicas e não pode ser deduzida olhando-se para outras organizações.

Christense, Lee e Walker (2007) sugerem que pesquisas nesta área têm sido motivadas, principalmente, pela noção de que a revelação desses efeitos tem implicações sobre a formulação de políticas, em particular, para o processo de estabelecimento de padrões. O argumento subjacente é que a compreensão das consequências econômicas da divulgação de informações pode fornecer uma base para se avaliar os custos e benefícios do *disclosure* (LEUZ; VERRECCHIA, 2000; HEALY; PALEPU, 2001; VERRECCIA, 2001).

Das consequências do *disclosure*, as empresas que divulgam mais informações, se beneficiam de um menor custo de capital próprio permanece controverso (BOUJELBENE; AFFES, 2013). Na verdade, embora um grande número de estudos tem tentado encontrar respostas a esta pergunta, eles têm gerado resultados diversos. Estes estudos buscaram avaliar os motivos para a divulgação voluntária e tiveram como ponto de partida o estudo de Botosan (2006). Os resultados encontrados são mistos, mas, revelam que o impacto da divulgação voluntária sobre custo de capital próprio varia dependendo do tipo de informação. Enquanto alguns estudos revelam uma relação negativa com divulgações (FRANCIS; KHURANA; PEREIRA, 2005; GIETZMANN; IRELAND, 2005), outros apresentam uma relação positiva (RICHARDSON; WELKER, 2001). E alguns autores não encontraram nenhuma relação entre o custo do capital e as atividades dos investidores (BOTOSAN; PLUMLEE, 2002).

Considerando o que foi exposto, apresenta-se a questão que orienta esta pesquisa: Qual a associação entre o nível de *disclosure* do capital intelectual nos relatórios da administração e o custo do capital próprio em empresas industriais listadas na BM&FBOVESPA? Em consonância com a questão de pesquisa, o objetivo geral deste estudo consiste em identificar a associação entre o nível de divulgação do capital intelectual e o custo do capital próprio em companhias abertas industriais brasileiras para o período de 2010 a 2013.

O *disclosure* do capital intelectual e o custo do capital próprio são temas recorrentes em pesquisas de Contabilidade no Brasil. Porém, evidências empíricas diretas sobre a relação entre essas variáveis, ainda não foram pesquisadas. Nesse sentido, esta pesquisa busca contribuir com o entendimento da relação entre *disclosure* do capital intelectual e o custo do capital próprio.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 *Disclosure* do capital intelectual

O Capital Intelectual está se destacando, progressivamente, dentro das organizações. Em particular, as informações sobre recursos humanos, ou informações refletindo os intangíveis, são especialmente importantes para as decisões relacionadas aos investimentos nas empresas (FLAMHOLTZ, 1999). O know-how dos empregados, capacidade de inovação, habilidades, ou como Stewart (1998) define, o poder central das organizações, têm papel importante na definição do poder produtivo das empresas e respondem por uma proporção crescente do sucesso nos negócios das organizações. Stewart (1998) também enxerga o capital intelectual como a soma de tudo o que é contido em uma companhia que lhe dá uma vantagem competitiva no mercado. Na visão de CIMA (2001, apud MANGENA; PIKE; LI, 2010), o capital intelectual é a posse de conhecimento e experiência, conhecimento e habilidade

profissional, bons relacionamentos e capacidades tecnológicas que, quando aplicadas, darão às organizações uma vantagem competitiva.

Percebe-se que os conceitos referentes aos componentes do Capital Intelectual apresentam certa conformidade entre os autores citados, com algumas diferenças no que tange à terminologia utilizada (MAÇAMBANNI et al., 2012). Uma característica chave das definições de capital intelectual é que elas reconhecem a ligação entre o capital intelectual e a estrutura e desempenho de uma organização. Eles refletem a singularidade do Capital Intelectual para as empresas ao aumentar sua vantagem competitiva (MANGENA; PIKE; LI, 2010). O Quadro 1 apresenta um resumo da classificação do Capital intelectual segundo Brooking (1996), Edvinsson e Malone (1997), Sveiby (1998) e Stewart (1998).

DESENVOLVIDO POR	CLASSIFICAÇÃO
Brooking (1996)	Ativos de Mercado Ativos Humanos Ativos de Propriedade Intelectual Ativos de Infraestrutura
Edvinsson e Malone (1997)	Capital Humano Capital Organizacional
Sveiby (1998)	Estrutura interna Estrutura externa Competência de pessoal
Stewart (1998)	Capital Humano Capital Estrutural

Quadro 1 - ESTRUTURAS PARA CLASSIFICAÇÃO DO CAPITAL INTELECTUAL
Fonte: Brooking (1996); Edvinsson e Malone (1997); Sveiby (1998) e Stewart (1998).

Beattie e Thomson (2007) observaram que não há consenso ou uma definição precisa dos componentes de tais categorias, dando origem a dificuldades para os preparadores de relatórios anuais e pesquisadores que procuram quantificar o capital intelectual. Não existe um quadro para a elaboração de relatórios e medição do capital intelectual, o que torna difícil de definir tanto o capital intelectual como descrever os seus componentes de forma detalhada. Não existe nenhuma norma legislativa sobre a divulgação do capital intelectual, quer em nível nacional, quer em nível internacional (MARTINS; MORAES; ISIDRO, 2013). Vários autores (SVEIBY, 1998; GUTHRIE; PETTY, 2000; MERITUM, 2002) sugerem que o capital intelectual pode ser agrupado em três categorias: capital externo, capital interno e capital humano. De um ponto de vista utilitário, a distinção provou-se vencedora por facilitar a preparação de “contas de Capital Intelectual”, que poderiam ser incluídas nos relatórios contábeis (GUTHRIE; PETTY, 2000), conforme Figura 1.

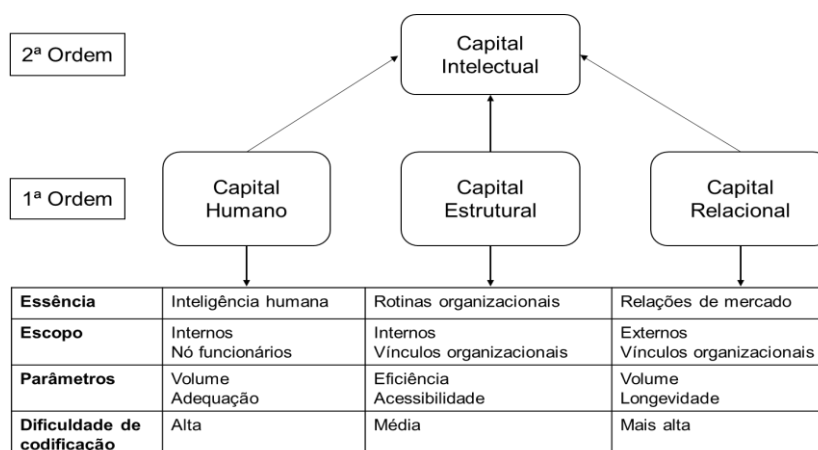


Figura 1 - Conceito do capital intelectual
Fonte: Adaptado de Bontis (1998).

O Modelo de Sveiby (1998) tem sido utilizado em diversas pesquisas sobre o *disclosure* do capital intelectual (GUTHRIE et al., 1999; GUTHRIE; PETTY, 2000; BRENNAN, 2001; VANDEMAELE; VERGAUWEN; SMITS, 2005; BOZZOLAN; O'REGAN; RICCERRI, 2005; GUTHRIE; PETTY; RICCERRI, 2006, 2007; REINA et al., 2011). A maioria destes estudos anteriores adotaram ou adaptaram a estrutura de capital intelectual de Sveiby, que normalmente contém 22-25 itens (BEATTIE; THOMSON, 2007). O problema de se utilizar poucas categorias de codificação consiste no aumento da probabilidade de concordância aleatória nas decisões de codificação e, posteriormente, resulta em uma superestimativa de confiabilidade (MILNE; ADLER, 1999). Da mesma forma, um maior número de itens do instrumento aumenta sua complexidade (BEATTIE; THOMSON, 2007) e pode, potencialmente, aumentar erros de codificação (MILNE; ADLER, 1999). Neste sentido, Li et al. (2008) desenvolveu a mais completa lista de informações capital intelectual que compreende 61 itens a partir de uma revisão de vários estudos anteriores (SVEIBY, 1998, GUTHRIE E PETTY, 2000; BOZZOLAN ET AL, 2003; BEATTIE E THOMSON, 2004).

Neste trabalho, o *disclosure* do capital intelectual será dividido em três categorias: capital humano (competência do funcionário), capital estrutural (interno) e capital relacional (externo) conforme proposto por Sveiby (1998) e os itens de de codificação do capital intelectual foram retirados de Li et al. (2008), conforme utilizado por Mangela, Pike e Li (2010) e Boujelbene e Affes (2013).

2.2 Disclosure e o custo do capital próprio

O custo do capital próprio é definido por Botosan (2006) como a taxa mínima de retorno que os investidores exigem para disponibilização de capital para a empresa, ou seja, é o custo esperado, dado pelo custo de oportunidade. Se por um lado há consenso de que o retorno esperado de um ativo deve ser proporcional ao nível de risco a ele inerente, as divergências são diversas quando se trata da mensuração do risco e do retorno das alternativas de investimento disponíveis. Estas divergências decorrem, geralmente, do fato do custo do capital próprio ser um custo implícito e, como tal, não pode ser diretamente observado no mercado. Conceitualmente, o custo de capital próprio deveria refletir a melhor taxa de retorno que poderia ser obtida em um investimento alternativo com o mesmo nível de risco (ASSAF NETO; LIMA; ARAUJO, 2008).

De uma perspectiva teórica, a associação entre a divulgação e o custo de capital próprio de uma empresa é suportada por duas vertentes na literatura (BOTOSAN, 1997). A primeira vertente sugere que um melhor nível de *disclosure* aumenta a liquidez do mercado de ações, reduzindo assim o custo do capital próprio, tanto através da redução dos custos de transação ou pelo aumento da demanda por títulos de uma empresa (BOUJELBENE; AFFES, 2013). Esta linha é representada por Amihude e Mendelson (1986) e Diamond e Verrecchia (1991).

O segundo fluxo de investigação sugere que uma melhor divulgação pode reduzir o custo de capital, reduzindo a estimativa de risco não diversificável. Esta linha é representada por Barry e Brown (1985), Handa e Linn (1993) e Coles, Loewenstein e Suay (1995). A lógica é que os investidores estimam os parâmetros de rendimento das ações de uma empresa, tendo como base as informações disponíveis; o aumento na divulgação permite que os investidores façam estimativas melhores dos rendimentos das ações. Isso baixa a taxa de retorno exigida (BARRY; BROWN, 1985; HANDA; LINN, 1993; COLES; LOEWENSTEIN; SUAY, 1995).

Barry e Brown (1985) delinearão o ágio que os investidores exigem para suportarem o risco das informações em um ambiente de assimetria de informações. Os autores relatam que as ações para as quais há poucas informações apresentam um risco sistemático relativamente alto. Handa e Linn (1993) também mostram, utilizando o Modelo de Arbitragem de Preços, que um investidor atribui mais riscos sistemáticos a ações com poucas informações do que para ações com mais informações, levando a uma demanda com preços mais baixos para as ações.

Em resumo, empresas que aumentam a divulgação reduzem a taxa de retorno exigida pelos investidores desinformados, devido à sua incerteza em relação à empresa e isso reduz o custo de capital próprio (MANGENA; PIKE; LI, 2010).

Há diversos métodos para estimar o custo do capital próprio. Botosan (2006) classifica-os em duas classes: Na primeira classe (*ex-post*), tais como o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), utiliza fatores de risco de preços predeterminados para produzir estimativas de custo do capital próprio. A segunda classe de métodos (*ex-ante*), estima o custo do capital próprio através do cálculo da taxa interna de retorno. Os principais métodos dessa classe são: o modelo de renda residual (RIV) (GEBHARDT; LEE; SWAMINATHAN, 2001); o modelo de crescimento ganhos anormais (AEG) (OHLSON, 2005); e o modelo de crescimento de preço-lucro (PEG *ratio*) (EASTON, 2004).

No CAPM, o risco sistemático de um ativo é medido pela variável beta (β), que consiste no coeficiente angular da regressão linear entre o retorno do ativo e o retorno da carteira de mercado, sendo, portanto, a sensibilidade de um ativo em relação às oscilações do mercado. O beta pode ser visto como a medida de risco relevante de um ativo, dado que corresponde à contribuição do ativo, para o risco de uma carteira diversificada (BELLIZIA, 2009).

Sendo assim, os investidores exigem um prêmio apenas pelo risco sistemático em que incorrem, de forma que a taxa de retorno ajustada ao risco de qualquer ativo pode ser estimada pela linha do mercado de capitais (SML - *Security Market Line*) (BELLIZIA, 2009), conforme Equação 1:

$$k_i = r_f + \beta_i [E(R_m) - r_f] \quad (1)$$

Em que,

k_i = custo de capital próprio

r_f = taxa livre de risco

$E(R_m)$ = retorno esperado do mercado

$E(R_m) - r_f$ = prêmio de risco

β_i = coeficiente de risco não diversificável para o ativo

Conforme a equação 1, o CAPM é formado pela soma da taxa livre de risco e do prêmio de risco de se aplicar em determinado ativo. O prêmio de risco, por sua vez, é formado pela diferença entre o retorno do índice de mercado e da taxa livre de risco, cujo resultado é multiplicado por um fator de risco, medido pelo beta (β).

3. METODOLOGIA DA PESQUISA

O principal objetivo deste estudo é identificar a associação entre o *disclosure* do capital intelectual e o custo do capital próprio em companhias abertas industriais brasileiras. A inspiração inicial para esta pesquisa foi o estudo de Boujelbene e Affes em 2013, intitulado “*The impact of intellectual capital disclosure on cost of equity capital: A case of French firms*”, que trazia como objetivo examinar empiricamente o impacto da divulgação de capital intelectual (IC) no custo do capital próprio.

Nesta seção, serão apresentados os métodos de pesquisa utilizados para cumprir este objetivo. Em primeiro lugar, o processo de seleção da amostra é apresentado, seguido de uma descrição das variáveis dependente, independente e de controles.

3.1. Seleção de dados e amostra

A população alvo deste estudo compreende todas as empresas industriais com ações negociadas na BM&FBOVESPA. A análise recai sobre empresas industriais de capital aberto com ações negociadas na BM&FBovespa, principalmente porque tais empresas estão sujeitas às mesmas condições regulatórias de mercado e normas contábeis. Dentre as empresas que compõem o índice, foram eliminadas as empresas que não disponibilizarem dados suficientes

para a análise. As informações dos *disclosures* foram coletadas nos sites da BM&BOVESPA, CVM e das próprias empresas. Além disso, os dados da bolsa de valores relacionados das empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA (*Market-to-book*, CAPM, Ativos totais, dentre outros) foram coletados do banco de dados *Bloomberg*.

O período definido para a coleta de dados contempla os anos de 2010 a 2013. Este recorte temporal se caracteriza por apresentar informações sobre o *disclosure* capital intelectual após a publicação do CPC 04 - Ativo Intangíveis. Assim, a delimitação temporal relaciona-se à análise do comportamento apresentado pelas empresas quanto à divulgação sob o mesmo aspecto normativo de reconhecimento do ativo intangível.

Foram totalizadas 51 empresas industriais constantes no banco de dados *Bloomberg*, destas foram selecionadas 33 empresas que possuíam dados suficientes para compor a amostra, conforme Tabela 1.

Tabela 1 - Seleção da Amostra

Total de empresas industriais brasileiras no banco de dados <i>Bloomberg</i>	51
Empresas que não possuíam dados suficientes	18
Amostra final	33

Fonte: Elaborado pela autora.

3.2. Definição de variáveis

3.2.1. Variável dependente (Custo do capital próprio)

O custo do capital próprio é a taxa mínima de retorno que investidores de capital exigem para disponibilização de capital para a empresa (BOTOSAN, 2006). Há uma série de métodos alternativos que foram desenvolvidos na literatura para estimar o custo de capital próprio. Botosan (2006) classifica-os em duas vertentes. A primeira classe, como por exemplo o CAPM, utiliza os fatores de risco com preços pré-determinados para produzir estimativas de custo de capital próprio. A segunda classe de métodos estima o custo do capital próprio através do cálculo da taxa interna de retorno que iguala expectativa de fluxos de caixa futuros do mercado para preço atual da ação. Os principais métodos desta classe são: o modelo RIV (GEBHARDT; LEE; SWAMINATHAN, 2001); o modelo AEG (OHLSON, 2005); e o modelo PEG ratio (EASTON, 2004).

A escolha do método a se utilizar depende da aplicação (LEE; WALKER; CHRISTENSEN, 2006) e disponibilidade de dados (GIETZMANN; IRELAND, 2005). No contexto da pesquisa sobre a divulgação da relação custo de capital, Cooper (2006) argumenta que o método utilizado não deve ter um impacto significativo sobre os resultados. Ele argumenta que são as diferenças relativas ao custo das estimativas de capital entre as empresas, em vez da precisão das medidas absolutas do custo de capital que importa. Nesta pesquisa, para o impacto da divulgação sobre o custo de capital, optou-se utilizar o modelo CAPM, que foi utilizado na pesquisa de Boujelbene e Affes (2013). Os dados necessários para o cálculo do CAPM foram coletados do banco de dados *Bloomberg*.

3.2.2. Variável independente (índice de *disclosure* do capital intelectual)

O foco desta pesquisa é a divulgação voluntária das informações, porque a maioria das empresas fornecem divulgações que são regulamentadas, assim as divulgações regulamentadas não diferenciam as empresas em termos de *disclosure*, e este é um critério necessário para um estudo desta natureza (MANGENA; PIKE; LI, 2010).

O relatório da administração é a principal fonte de dados para medir o nível *disclosure* do capital intelectual, e consiste no principal canal pelo qual as empresas se comunicam com os investidores e outras partes interessadas (GRAY et al., 2001; BOZZOLAN; FAVOTTO; RICCERI, 2003; GUTHRIE; PETTY; RICCERI, 2007). Eng e Teo (2000) fornecem evidências que os analistas financeiros revisam suas previsões de lucros após a publicação do relatório anual. Hope (2003) também mostra que os níveis de divulgação do relatório anual são

positivamente relacionados com a precisão dos ganhos previstos pelos analistas. O autor relata que o relatório anual fornece informações úteis para os analistas.

A abordagem implementada neste trabalho envolve o uso de um procedimento dicotômico, onde um item de informação em particular é atribuído um (1) e zero (0) se for divulgada ou não divulgada, respectivamente. O nível de divulgação para cada empresa é então calculado como um índice, dividindo-se a soma das divulgações pelo número total de itens marcados (contagem total de todos os uns e zeros).

Neste trabalho, o *disclosure* do capital intelectual será dividido em três categorias: capital humano (competência do funcionário), capital estrutural (interno) e capital relacional (externo) conforme proposto por Sveiby (1998) e os itens de de codificação do capital intelectual foram todos retirados de Li et al. (2008), conforme utilizado por Mangela, Pike e Li (2010) e Boujelbene e Affes (2013). Li et al. (2008) desenvolveu a mais completa lista de informações capital intelectual que compreende 61 itens a partir de uma revisão de vários estudos anteriores (SVEIBY, 1998, GUTHRIE E PETTY, 2000; BOZZOLAN ET AL, 2003; BEATTIE E THOMSON, 2004), conforme Quadro 2.

CATEGORIAS	VARIÁVEIS
Capital Interno (estrutural)	1.Propriedade intelectual 2.Processos 3.Filosofia gerencial 4.Cultura corporativa 5. Flexibilidade organizacional 6.Estrutura organizacional 7.Aprendizagem organizacional 8. Pesquisa e desenvolvimento 9.Inovação10.Tecnologia 11.Relações financeiras 12.Suporte ao cliente 13.Infraestrutura baseada no Conhecimento 14.Gestão e melhoria da qualidade 15.Acreditação 16.Infra-estrutura 17. <i>Networking</i> 18.Rede de distribuição
Capital relacional (externo)	1.Clientes 2. <i>Market presence</i> 3.Relacionamentos com clientes 4.Aquisição de clientes 5.Fidelização dos clientes 6.Treinamento de clientes e educação 7.Envoltimentos com os clientes 8.Imagem da empresa / reputação 9.Prêmios da Empresa 10.Relações públicas 11.Difusão e networking12.Marca Comercial 13.Canal de distribuição 14.Relacionamento com fornecedores15.Colaboração em negócios 16.Acordos de negócios 17.Contratos favoráveis 18.Colaboração em pesquisa 19. <i>Marketing</i> 20.Relacionamento com <i>stakeholders</i> 21.Liderança de mercado
Capital Humano (Competência dos Funcionários)	1.Número de funcionários 2.Idade dos funcionários 3.Diversidade de funcionários 4.Igualdade dos funcionários 5.Relacionamento com os funcionários 6.Educação dos funcionários 7.Habilidades / know-how 8.Competências dos funcionários relacionadas com o trabalho 9.Conhecimento dos funcionários sobre o trabalho 10.Atitudes dos funcionários / comportamento 11.Compromisso dos funcionários 12.Motivação dos funcionários 13.Produtividade dos funcionários 14.Treinamento dos funcionários 15.Qualificação profissional 16.Desenvolvimento dos funcionários 17.Flexibilidade dos funcionários 18.Espírito empreendedor 19.Capacidades dos empregados 20.Trabalho em equipe 21.O envolvimento dos funcionários com a comunidade 22.Outras características dos funcionários

Quadro 2 – Métrica do *disclosure* do capital intelectual
Fonte: Adaptado de Li et al. (2008).

3.2.3. Variáveis de controle

As variáveis de controle são empregadas nesta pesquisa para garantir uma maior qualidade das análises. Seu uso busca eliminar dos resultados encontrados possíveis relações espúrias observadas entre as variáveis de interesse: o custo de capital próprio e o nível de *disclosure* do capital intelectual das empresas. Pretende-se utilizar as seguintes variáveis de controle nos estudos para acompanhar o efeito sobre o custo do capital próprio:

a) Tamanho da empresa (SIZE)

Medido pelo valor contábil dos ativos totais (RIAHI-BELKAOUI, 2003). Estudos anteriores (BOTOSAN, 1997; HAIL, 2002; BROWN; HILLEGEIST; LO, 2004;) revelam que o custo de capital é associado negativamente com o tamanho da empresa. Empresas menores são mais difíceis de monitorar, resultando em um maior nível de assimetria de informação e um maior custo de capital. Os dados foram coletados no banco de dados *Bloomberg*.

b) Alavancagem (LEVERAGE)

Medida pela relação entre Exigível Total e Patrimônio Líquido. Espera-se que o custo do capital seja positivamente associado à alavancagem (risco financeiro), pois indica maior risco (KHURANA; RAMAN, 2004; CHENG; COLLINS; HUANG, 2006; ORENS; AERTS; LYBAERT, 2009). Os dados foram coletados no banco de dados *Bloomberg*.

c) *Market-to-book* (MB)

Representa a distância entre o valor contábil da ação e as perspectivas de mercado (ALENCAR, 2007). A variável *market-to-book* é calculada pela divisão do preço unitário da ação e do valor patrimonial da ação. Considerando que baixas relações de *market-to-book*, refletem uma maior incerteza sobre as oportunidades de crescimento futuro da empresa, prevê-se uma associação negativa entre essa variável e o custo do capital próprio (CHENG; COLLINS; HUANG, 2006; KHURANA; RAMAN, 2004; ORENS; AERTS; LYBAERT, 2009). Os dados foram coletados no banco de dados *Bloomberg*.

No Quadro 3, apresentam-se as variáveis selecionadas e a relação estatística esperada com o custo de capital próprio:

Nome da variável	Cód.	Definição operacional	Mensuração	Relação esperada
				CAPM
Tamanho empresa	SIZE	Porte da empresa	Ativo total	-
Alavancagem	LEVERAGE	Endividamento da empresa	Razão entre Exigível Total e Ativo Total	+
<i>Market-to-book</i>	MB	Representa a distância entre o valor contábil da ação e as expectativas de mercado.	Razão entre o preço da ação e o seu valor patrimonial.	-

Quadro 3 - Resumo das variáveis de controle

Fonte: Elaborado pelos autores.

3.3 Hipóteses da pesquisa

Para atingir o objetivo da pesquisa, foram utilizadas as hipóteses sustentadas por Kristandl e Bontis (2007) e Boujelbene e Affes (2013). Pressupõe-se inicialmente, que as empresas com maior *disclosure* das informações do capital intelectual obtém um menor custo de capital, do que as empresas com um menor nível de *disclosure*.

- H1: Há uma associação negativa entre o nível de divulgação de capital intelectual e o custo do capital próprio.
 - o H1a: Há uma associação negativa entre o nível de divulgação de capital humano e o custo do capital próprio.

- H1b: Há uma associação negativa entre o nível de divulgação de capital estrutural e o custo do capital próprio.
- H1c: Há uma associação negativa entre o custo do capital próprio e o nível de divulgação de capital relacional.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

As estatísticas descritivas e os resultados empíricos são apresentados nesta seção. A Tabela 2 fornece informações sobre estatísticas descritivas de todas as variáveis que compõem a amostra. Em geral, os resultados encontrados indicam que o nível de divulgação de informações de capital intelectual nas empresas pesquisadas ainda é baixo, ao contrário dos achados de Mangela, Pike e Li (2010) e Boujelbene e Affes (2013). Neste contexto, pode-se argumentar que não há uma definição padronizada dos componentes das categorias do CI, dando origem a dificuldades para os preparadores de relatórios anuais quantificar o capital intelectual (BEATTIE; THOMSON, 2007). A Tabela 2 sugere que as divulgações são geralmente consistentes em todas as três categorias de capital intelectual para os anos de 2010 a 2013. A média geral divulgação capital intelectual de 30%, das categorias do capital intelectual a maior nível de divulgação em nos anos 2010 a 2013 foi o capital relacional, que apresentou respectivamente 13,23%, 14,09%, 13,94% e 13,99%.

Verificou-se também que não houve um aumento expressivo na divulgação do CI no decorrer dos anos de 2010 e 2013 nos relatórios da administração. Este resultado é consistente para cada categorias de informações sobre capital intelectual (capital humano, capital estrutural e capital humano. A divulgação do capital intelectual média para a amostra geral para o capital intelectual é de 29,87% em 2010; 30,59% em 2011; 30,97% em 2012 e 31,12% em 2013. A divulgação do capital estrutural é mais elevada, do que a do capital humano e relacional nos anos 2010 a 2013, que apresentou respectivamente 13,23%, 14,09%, 13,94% e 13,99%.

Constatou-se que, as empresas pesquisadas fornecem mais informações divulgadas nas categorias de capital estrutural e relacional em relação à categoria de capital humano, sugerindo que as empresas minimizam o papel do capital humano. No entanto, informações sobre o capital humano podem ser consideradas pelos investidores como importantes, porque o capital humano fornece os meios pelos quais as empresas podem melhorar a sua competitividade e desempenho (WRIGHT et al., 1998). Com relação ao capital relacional, é possível que as empresas consideram esta categoria sensível e competitiva, e podem estar preocupados em revelar essas informações para os concorrentes.

Tabela 2 - Estatística descritiva para as variáveis selecionadas (N=33)

ANO	Variáveis	Média	Mediana	SD	25th quartil	75th quartil
2010	Tamanho	2839,92	1146,52	3753,58	559,74	3558,78
	Alavancagem	0,55	0,53	0,18	0,43	0,69
	Market-to-book	2,20	1,95	1,50	1,02	2,89
	CI	29,87	30,16	7,97	21,43	34,92
	CH	5,91	6,35	2,39	2,38	7,94
	CE	13,23	14,29	3,21	9,52	15,87
	CR	10,73	9,52	3,63	6,35	14,29
	COEC	12,80	12,88	0,92	12,79	13,09
2011	Tamanho	3184,55	1606,81	4124,66	605,24	3889,85
	Alavancagem	0,57	0,58	0,17	0,45	0,68
	Market-to-book	1,67	1,33	1,37	0,62	2,50
	CI	30,59	30,16	12,33	23,01	38,89
	CH	5,58	4,76	3,64	1,59	7,94
	CE	14,09	14,29	4,97	11,11	16,66
	CR	10,92	9,52	5,71	7,14	14,29
	COEC	13,86	14,06	1,19	13,81	14,24
2012	Tamanho	3386,10	1614,56	4556,80	465,33	4426,53
	Alavancagem	0,80	0,57	1,30	0,45	0,74
	Market-to-book	2,22	1,58	2,11	0,84	3,04
	CI	30,97	30,16	13,05	23,01	38,09
	CH	5,58	4,76	3,55	3,17	7,94
	CE	13,94	14,29	5,50	9,52	17,46
	CR	11,44	12,70	5,76	7,14	14,29
	COEC	11,23	11,08	1,20	10,78	11,61
2013	Tamanho	3864,94	1421,13	5271,50	717,10	4971,48
	Alavancagem	0,61	0,58	0,19	0,49	0,75
	Market-to-book	1,94	1,65	1,76	0,74	2,92
	CI	31,12	31,75	13,72	22,22	38,89
	CH	5,67	4,76	3,55	3,17	7,94
	CE	13,99	14,29	5,87	9,52	18,25
	CR	11,44	11,11	6,08	6,35	16,66
	COEC	13,61	13,36	2,49	12,63	14,21

Fonte: Elaborado pelos autores.

Os resultados de correlação de *Spearman* são apresentados na Tabela 3. A correlação é uma medida da força e direção da relação e varia entre -1 e +1. Os sinais positivos e negativos refletem a direção da força, enquanto a relação é refletido no valor absoluto, chamado de coeficiente de correlação. Um coeficiente de correlação mais alto indica uma relação mais forte (MANGENA; PIKE; LI, 2010).

Tabela 3 - Coeficientes de correlação entre o *disclosure* de CI e o COEC

Variáveis	Coeficientes de correlação – Custo de Capital próprio			
	2010	2011	2012	2013
<i>Disclosure capital Intelectual</i>	-0,07	0,28	0,05	-0,12
<i>Disclosure do capital humano</i>	-0,05	0,18	0,04	0,01
<i>Disclosure do capital estrutural</i>	-0,01	0,21	-0,007	-0,22
<i>Disclosure do capital relacional</i>	0,02	0,24	0,11	-0,06
Tamanho	0,41*	0,34	0,13	0,16
Alavancagem	0,09	0,14	0,02	0,09
Market to book	-0,05	-0,11	-0,04	-0,37*

*Estatisticamente significantes ao nível de 5%.

Fonte: Elaborado pelos autores.

As correlações encontradas indicam que o custo de capital próprio está negativamente relacionado com a *disclosure* do capital intelectual nos relatórios anuais para os anos de 2010 e 2013. Verifica-se indícios, que o custo de capital próprio tem uma maior associação negativa

com a divulgação do capital intelectual estrutural do que com divulgações de capital humano e relacionais. Os resultados encontrados sugerem que os investidores poderão condicionar as suas crenças sobre o retorno futuro baseada na qualidade do *disclosure* do capital estrutural, do que do capital relacional ou humano.

No entanto, algumas relações encontradas entre o *disclosure* do CI e o COEC são positivas, uma das razões consiste na abordagem dicotômica utilizada neste estudo para medir a divulgação do capital intelectual, que não leva em conta aspectos qualitativos para cada item de capital intelectual divulgado. Assim, uma empresa que fornece mais detalhes sobre um item específico recebe a mesma pontuação de uma empresa que apenas menciona o item sem necessariamente fornecer detalhes.

Em termos de outros fatores que são sugeridas como influência sobre o custo de capital próprio, observam-se, ao contrário do esperado, que o tamanho da empresa (Ativo) é positivamente relacionado com o custo de capital próprio. Já a alavancagem, que indica maior risco, está positivamente relacionada ao COEC, enquanto o *market-to-book* é negativamente relacionado com o custo de capital próprio. Estes resultados sugerem que as empresas com *Market-to-book* elevado têm um menor custo de capital próprio.

Contatou-se que o nível de significância da amostra não apresentou resultado significativo, demonstrando não ser possível comprovar estatisticamente a associação entre o *disclosure* do capital intelectual (humano, estrutural e relacional) e o custo de capital próprio. Desta forma, rejeita-se a hipótese H1 é rejeitada para o nível de significância estipulado (5%).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo identificar a associação do *disclosure* de capital intelectual (CI) nos Relatórios da Administração no custo do capital próprio em 33 companhias industriais listadas na BM&FBovespa, no período de 2010 a 2013. O capital intelectual vem atraindo interesse considerável de profissionais, entidades reguladoras, administradores e acadêmicos, estimulados principalmente pelo papel que se percebe que ele tem nos processos de geração de valor das empresas (MANGENA; PIKE; LI, 2010). Consequentemente, tem havido pedidos por melhor divulgação dos investimentos em capital intelectual (BOUJELBENE; AFFES, 2013). O fato dos sistemas tradicionais de divulgação financeira não refletir integralmente os investimentos em capital intelectual, tem gerado uma assimetria aguda de informações entre investidores e administradores e potencialmente aumentado a possibilidade de riscos morais, seleção adversa e outros comportamentos oportunistas de parte dos administradores (UNERMAN et al., 2007; GUTHRIE et al., 2007).

Os resultados encontrados revelam que o nível de divulgação sobre capital intelectual nos relatórios da administração das empresas pesquisadas ainda é baixo, com uma média de 30% dos itens de informação sobre capital intelectual utilizados neste estudo. Em geral, as empresas parecem fornecer níveis maiores de informação sobre capital estrutural, do que informações sobre capital relacional e humano.

O estudo revela que a divulgação sobre capital intelectual está negativamente associada ao custo de capital próprio somente para os anos de 2010 e 2013. O maior benefício vem da divulgação das informações sobre capital estrutural. Contatou-se que o nível de significância da amostra não apresentou resultado significativo, demonstrando não ser possível apresentar estatisticamente a associação entre o *disclosure* do capital intelectual (humano, estrutural e relacional) e o custo de capital próprio. Desta forma, rejeita-se a hipótese H1 é rejeitada para o nível de significância estipulado (5%).

As descobertas relatadas neste estudo devem ser interpretadas no contexto das seguintes limitações. A primeira limitação diz respeito a mensuração do *disclosure* do capital intelectual. As informações sobre capital intelectual foram medidas utilizando-se um processo dicotômico

e este não diferencia empresas com base nos detalhes fornecidos para cada item. Além disso, o processo envolve a aplicação de um julgamento sobre se o item de informação sendo levado em conta é de fato aplicável para a empresa e também para qual categoria de divulgação de informações.

No contexto da mensuração do custo de capital, o modelo utilizado para mensurar o custo de capital é o CAPM, que apesar de sua ampla utilização pelas empresas possui limitação quanto sua aplicação em mercados emergentes. Devido à limitação de tempo para o desenvolvimento desta pesquisa e limitação de informações fornecidas pelo banco de dados da *Bloomberg*, no que tange ao número de empresas pesquisadas, sugere-se para pesquisas futuras a utilização de uma amostra maior de empresas a serem pesquisadas.

REFERÊNCIAS

- ABOODY, D.; LEV, B. Information asymmetry, R&D and insider gains. **Journal of Finance**, v. 55, n. 6, 47-66, 2000.
- ALENCAR, R. **Nível de Disclosure e Custo de Capital Próprio no Mercado Brasileiro**. 104 f. Tese (Doutorado em Contabilidade), Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.
- AMIHUD, Y.; MENDELSON, H. Asset pricing and the bid-ask spread. **Journal of Financial Economics**, v. 17, n. 2, p. 223-249, 1986.
- AMIR, E.; LEV, B. Value-relevance of non-financial information: the wireless communications industry. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, n. 1-3, p. 3-30, 1996.
- ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G.; ARAÚJO, A. M. P. Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 43, n. 1, p. 72-83, 2008.
- BARRY, C.; BROWN, S. Differential information and security market equilibrium. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 20, n. 4, p. 407-422, 1985.
- BARTH, M. E.; KASZNIK, R.; MCNICHOLS, M. Analyst coverage and intangible assets. **Journal of Accounting Research**, v. 39, n. 1, p. 1-34, 2001.
- BEATTIE, V.; THOMSON, S. Lifting the Lid on the Use of Content Analysis to Investigate Intellectual Capital Disclosures. **Accounting Forum**, v. 31, p. 129-163, 2007.
- BELLIZIA, N. W. **Aplicação do CAPM para a determinação do custo de capital próprio no Brasil**. 120 f. Dissertação (Mestrado em Administração), Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.
- BONTIS, N. Intellectual capital: An exploratory study that develops measures and models. **Management Decision**, v. 36, n. 2, p. 63-76, 1998.
- BOTOSAN, C. A. Disclosure level and the cost of equity capital. **Accounting Review**, v. 72, n. 3, p. 323-349, 1997.
- _____. Disclosure and the cost of equity capital: what do we know? **Accounting and Business Research**, v. 72, n. 3, p. 31-40, 2006.
- BOTOSAN, C. A.; PLUMLEE, M. A. A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital. **Journal of Accounting Policy Research**, v. 40, n. 1, p. 21-40, 2002.
- BOUJELBENE, M. A.; AFFES, H. The impact of intellectual capital disclosure on cost of equity capital: A case of French firms. **Journal of Economics, Finance and Administrative Science**, v. 18, n. 34, p. 45-53, 2013.
- BOZZOLAN, S.; FAVOTTO, F.; RICCERI, F. Italian Annual Intellectual Capital Disclosure – An Empirical Analysis. **Journal of Intellectual Capital**, v.4, n. 4, p. 543-558, 2003.

- BOZZOLAN, S., O'REGAN, R.; RICCERRI, F. Intellectual capital disclosure across Europe: A comparison between Italy, Ireland and the UK. **Journal of Human Resource Costing and Accounting**, v. 10, n. 2, p. 92-113, 2005.
- BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. Lisboa: Edições 70, 1995.
- BRENNAN, N. Reporting intellectual capital in annual reports: Evidence from Ireland. **Accounting, Auditing and accountability Journal**, v. 14, n. 4, p. 423-436, 2001.
- BROOKING, A. **Intellectual Capital, Core Assets for the Third Millennium Enterprises**. London: International Thomson Business Press, 1996.
- BROWN, S.; HILLEGEIST, S.; LO, K. Conference calls and information asymmetry. **Journal of Accounting and Economics**, v. 37, n. 3, p. 343-66, 2004.
- BURGMAN, R.; ROOS, G. The importance of intellectual capital reporting: evidence and implications. **Journal of Intellectual Capital**, v. 8, n. 1, p. 7-51, 2007.
- CHENG, C. S., COLLINS, D.; HUANG, H. Shareholder rights, financial disclosure and the cost of equity capital. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 27, n. 2, p. 175-204, 2006.
- COLES, J., LOEWENSTEIN, U.; SUAY, J. On equilibrium pricing under parameter uncertainty. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 30, n. 3, p. 347-364, 1995.
- COOPER, S. Discussion of disclosure and the cost of capital: what do we know?. **Accounting and Business Research, International Accounting Policy Forum**, p. 41-42, 2006.
- CPC - COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. Pronunciamento Técnico CPC 04 (R1): Ativo Intangível, 2010. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pdf/CPC04_R1.pdf>. Acesso em: 01 ago. 2014.
- DIAMOND, D.; VERRECCHIA, R. Disclosure, liquidity and the cost of capital. **Journal of Finance**, v. 46, n. 4, p. 1325-1359, 1991.
- EASTON, P. D. PE Ratios, PEG Ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital. **Accounting Review**, v. 79, n. 1, p. 73-79, 2004.
- EDVINSSON, L.; MALONE, M. S. **Capital intelectual: descobrindo o valor real de sua empresa pela identificação de seus valores internos**. São Paulo: Makron Books, 1997.
- ENG, L. L.; TEO, H. K. The relation between annual report disclosures, analysts' earnings forecasts and analyst following: Evidence from Singapore. **Pacific Accounting Review**, v.11, n. 1/2, p. 219-239, 2000.
- FÁVERO, L. F.; BELFIORE, P.; TAKAMATSU, R. T.; SUZART, J. **Métodos quantitativos com Stata**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.
- FLAMHOLTZ, E. G. **Human Resource Accounting: Advances in Concepts, Methods, and Applications**. Massachusetts: Kluwer Academic Publishers, 1999.
- FRANCIS, J. R., KHURANA, I. K.; PEREIRA, R. Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world. **Accounting Review**, v. 80, n. 4, p. 1125-1162, 2005.
- GEBHARDT, W., LEE, C.; SWAMINATHAN, B. Toward an implied cost of capital. **Journal of Accounting Research**, v. 39, n. 1, p. 135-176, 2001.
- GIETZMANN, M.; IRELAND, J. Cost of capital, strategic disclosures and accounting choice. **Journal of Business Finance e Accounting**, v. 32, n. 3-4, p. 599-634, 2005.
- GIL, A. C. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. São Paulo: Atlas, 1999.
- GRAY, R., JAVAD, M., POWER, D. M.; SINCLAIR, C. D. Social and environmental disclosure and corporate characteristics: a research note and extension. **Journal of Business Finances & Accounting**, v.28, n. 3, p. 327-356, 2001.

- GUTHRIE, J. et al. There is no accounting for intellectual capital in Australia: review of annual reporting practices and internal measurement of intangibles within Australian organization. **International Symposium of Measuring and Reporting Intellectual Capital**. Amsterdam, 1999.
- GUTHRIE, J.; PETTY, R. Intellectual capital: Australian annual reporting practices. **Journal of Intellectual Capital**, v. 1, p. 241-250, 2000.
- GUTHRIE, J., PETTY, R.; RICCERI, F. The voluntary reporting of intellectual capital: comparing evidence from Hong Kong and Australia. **Journal of Intellectual Capital**, v. 7, n. 2, p. 254-271, 2006.
- _____. Intellectual Capital reporting investigations into Australia and Hong Kong. Edinburgh: Institute of Chartered Accountants of Scotland, 2007.
- HAIL, L. The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms. **European Accounting Review**, v. 11, n. 4, p. 741-773, 2002.
- HANDA, P.; LINN, S. Arbitrage pricing with estimation risk. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 28, n. 1, p. 81-100, 1993.
- HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1-3, p. 405-440, 2001.
- GUTHRIE, J.; PETTY, R. Intellectual capital: Australian annual reporting practices. **Journal of Intellectual Capital**, v. 1, p. 241-250, 2000.
- HOLLAND, J. Intellectual capital and the capital market- organisation and competence. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 16, n. 1, p. 39-48, 2003.
- _____. Fund management, intellectual capital, intangibles and private disclosure. **Managerial Finance**, v. 32, n. 4, p. 277-316, 2006.
- HOPE, O-K. Accounting policy disclosure and analysts' forecasts. **Contemporary Accounting Research**, v. 20 (2): 295-321, 2003.
- KHURANA, I.; RAMAN, K. Litigation risk and the financial reporting credibility of Big 4 versus non-Big 4 audits: evidence from Anglo-American countries. **Accounting Review**, v. 79, n. 2, p. 473-495, 2004.
- KRISTANDL, G.; BONTIS, N. The impact of voluntary disclosure on cost of equity capital estimates in a temporal setting. **Journal of Intellectual Capital**, v. 8, n. 4, p. 577-594, 2007.
- LEE, E., WALKER, M.; CHRISTENSEN, H. B. The cost of capital in Europe: an empirical analysis and the preliminary impact of international accounting harmonization. The Association of Chartered Certified Accountants, London, 2006.
- LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. The economic consequences of increased disclosure. **Journal of Accounting Research**, v. 38, p. 91-124, 2000.
- LEV, B. **Intangibles: Management, Measurement and Reporting**. Washington: The Brookings Institution, 2001.
- LI, J.; PIKE, R.; HANIFFA, R. Intellectual capital disclosure and corporate governance structure in UK firms. **Accounting and Business Research**, v. 38, n. 2, p. 137-159, 2008.
- MAÇAMBANNI, M. V. et al. Relação entre o nível de disclosure do capital intelectual e características das companhias listadas no índice BMEFBOVESPA. **Revista Alcance**, v. 19, p. 345-361, 2012.
- MANGENA, M., PIKE, R.; LI, J. Intellectual capital disclosure practices and effects on the cost of equity capital: UK evidence. The Institute of Chartered Accountants of Scotland, London, 2010.

- MARTINS, M. M.; MORAES, A. I.; ISIDRO, H. A divulgação do capital intelectual em Portugal na primeira década do século XXI. **Book of Proceedings – TMS Algarve**, v. 3, 2013.
- OHLSON, J. A., JUETTNER-NAUROTH, B. E. Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value. **Review of Accounting Studies**, v. 10, p. 349–365, 2000.
- ORENS, R.; AERTS, W.; LYBAERT, N. Intellectual capital disclosure cost of finance and firm value. **Management Decision**, v. 47, n. 10, p. 1536-1554, 2009.
- PIKE, S., RYLANDER, A.; ROOS, G. Intellectual capital management and disclosure, University of St. Gallen, 2000.
- REINA, D.; MIGUEL, J. J.; TASCA, T. A.; REINA, D. R. M. Evidenciação do capital intelectual em empresas do setor de tecnologia da informação e do setor de telecomunicações listadas na BM&FBovespa nos anos de 2007 a 2009. **Enfoque Reflexão Contábil**, v. 30, n. 1, p. 63-82, 2011.
- RIAHI-BELKAOUI, A. Intellectual capital and firm performance of US multi-national firms. **Journal of Intellectual Capital**, v. 4, n. 2, p. 215-226, 2003.
- RICHARDSON, A. J.; WELKER, M. Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital. **Accounting, Organizations and Society**, v. 26, n. 7-8, p. 597-616, 2001.
- STEWART, T. A. **Capital intelectual: a nova vantagem competitiva das empresas**. Rio de Janeiro: Campus, 1998.
- SVEIBY, K. E. **A nova riqueza das organizações: gerenciando e avaliando patrimônios do conhecimento**. Rio de Janeiro: Campus, 1998.
- UNERMAN, J., GUTHRIE, J.; STRIUKOVA, L. **UK reporting of intellectual capital**. London: Institute of Chartered Accountants of England and Wales, 2007.
- VANDEMAELE, S. N., VERGAUWEN, P. G. M. C.; SMITS, A. J. Intellectual capital disclosure in the Netherlands, Sweden and the UK. **Journal of Intellectual Capital**, v. 6, n. 3, p. 417-426, 2005.