

**Teoria da Divulgação na Perspectiva da Economia da Informação: Possibilidade de
Novos Estudos?**

THAÍS ALVES DA SILVA

Universidade Estadual de Maringá

EVELISE SLEWINSKI

Universidade Estadual de Maringá

SIMONE LETICIA RAIMUNDINI SANCHES

Universidade Estadual de Maringá

ROMILDO DE OLIVEIRA MORAES

Universidade Estadual de Maringá

Resumo

A pesquisa positiva em contabilidade enfatiza o estudo qualitativo da informação, com caráter preditivo e de prognóstico. Nesta perspectiva, este ensaio retoma os constructos sobre a divulgação da informação contábil, a partir da Teoria da Divulgação e suas respectivas categorias: baseada em Associação, em Eficiência e em Julgamento. Em seguida, apresenta a Economia da Informação como subjacente à Teoria da Divulgação, pois relaciona a assimetria da informação como principal motivadora da seleção adversa do risco moral nas relações entre empresas e mercados. E provoca discussões quanto às questões inerentes à Economia da Informação tais como o oportunismo do agente ao divulgar/reter informações, a racionalidade limitada, a seleção adversa, o risco moral, a existência de incentivos para divulgação e a assimetria de informação entre agente e usuários da informação resultantes de informações incompletas e imperfeitas. Assim, esmera-se instigar a pesquisa em contabilidade sob o enfoque da Economia da Informação, ao relacionar o *disclosure* contábil com a redução da assimetria da informação. No âmbito da Divulgação Baseada em Associação pode considerar que a informação disponível aos agentes econômicos nos mercados é assimétrica, logo presume a existência de seleção adversa por parte dos investidores. No que tange à Divulgação Baseada em Julgamento, destacam-se as situações de conflitos de agência, os quais podem ser analisados sob a ótica do risco moral, incentivos e racionalidade limitada do mercado. E, na Divulgação Baseada em Eficiência ocorre um *trade-off* entre os custos de não divulgar informações e as consequências de divulgá-las, onde tenta-se maximizar a utilidade da divulgação para a organização, de modo que a gestão de informação ruim reduza, ao máximo, o efeito negativo que sua divulgação possa ocasionar ao valor da empresa.

Palavras chave: Teoria da divulgação; Assimetria da informação; Economia da informação.

1. INTRODUÇÃO

À luz da perspectiva positiva da contabilidade, o papel da regulamentação, a escolha de determinado método contábil, a relevância e a qualidade da informação divulgada passam a ser estudados pela ciência contábil, evidenciando o papel da contabilidade na mitigação de conflitos entre agentes e usuários da informação (Salotti & Yamamoto, 2005). Por esse motivo, a pesquisa positiva possui caráter preditivo e de prognóstico sobre fenômenos inerentes ao mercado de capitais, cujo objetivo é descrever, explicar e prever a prática contábil, construindo teorias a partir de evidências empíricas (Lopes & Iudícibus, 2012).

Neste contexto, a partir da década de 1960, são publicados estudos em periódicos internacionais que passam a estudar a evidenciação de informações contábeis na perspectiva positiva (Ball & Brown, 1968, Beaver, 1968, Verrecchia, 1983, Dye, 1985). No Brasil, a abordagem positiva ganhou notoriedade no meio acadêmico desde os anos 2000, devido ao aumento de volume financeiro negociado no mercado de capitais brasileiro e de discussões quanto à informação que é disponibilizada aos *stakeholders* e *shareholders*.

Identifica-se a existência de um paradigma de pesquisa que procura evidenciar a influência da contabilidade no mercado de capitais. Desse modo, a pesquisa contábil vem definindo uma linha de estudo denominada contabilidade comportamental (*research accounting behavioral*), a qual busca analisar como agentes e usuários da informação compreendem e utilizam a informação contábil. Soma-se a este horizonte de pesquisa a economia da informação, a qual reconhece a racionalidade limitada dos agentes, as hipóteses de mercados eficientes e o dos custos de transação e de informação como elementos econômicos que estão imbricados no processo de evidenciação e divulgação da informação contábil. Ao considerar esta perspectiva econômica, a pesquisa positiva sobre informações contábeis avança ao tratar a informação contábil como um ativo estratégico para a empresa e para o mercado de capitais.

Esse ensaio, inicialmente retoma os principais constructos sobre a informação contábil e sua divulgação. Em seguida, aborda os constructos da Teoria da Divulgação, a qual tem sido usada como teoria base para as pesquisas sobre a divulgação da informação contábil. Diante deste arcabouço, apresenta-se a Economia da Informação como subjacente à Teoria da Divulgação, demonstrando uma possibilidade de pesquisa com fundamento teórico multiparadigmático, isto é, relacionando aspectos de ambas as abordagens. Assim, espera-se contribuir para a pesquisa positiva em contabilidade a partir de uma abordagem multiparadigmática sobre a divulgação da informação contábil.

2. DIVULGAÇÃO DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

Um aspecto da informação contábil que não se alterou, nem perdeu representatividade ao longo do tempo, é a sua utilidade para a tomada de decisão pelos seus usuários (Iudícibus, 2004). Nesse sentido, Dantas, Zendersky, Santos e Niyama (2005) acrescentam que, para que as demonstrações contábeis sejam úteis ao usuário, devem conter as informações necessárias para propiciar adequada interpretação da situação econômico-financeira da entidade.

Por evidenciação de informações ou *disclosure* entende-se o processo de externalização de itens intrínsecos à empresa, os quais são relevantes no contexto que a informação está inserida. Para Lopes e Martins (2005), a evidenciação é parte integrante do processo contábil, que compreende, seu reconhecimento, mensuração e evidenciação. Pode-se considerar que a evidenciação é imprescindível para otimizar a tomada de decisão pelos investidores e contribuiu para a dinâmica do mercado de capitais (Hendriksen & Van Breda, 1999).

Por esse motivo, as entidades devem divulgar informações qualitativas e quantitativas que permitam ao usuário compreender as ações realizadas pelas organizações e os riscos envolvidos nestas ações, considerando que a evidenciação não significa apenas divulgar, mas fornecer informações com qualidade, tempestividade, relevância e clareza (Dantas *et al.*, 2005). Com base nessas afirmações é importante ressaltar as características da informação contábil, preconizadas pelo CPC 00 (R1 2011), devem fundamentar o processo de divulgação a fim de maximizar sua utilidade ao usuário.

Conforme considerações do CPC 00 (R1 2011), a informação contábil deve ser relevante e ter materialidade, isto é, influenciar as decisões, por meio de seu caráter preditivo e confirmatório, assim como se houver omissão ou apresentação distorcida. Sob essa percepção, Dantas *et al.*, 2005 mencionam que ocultar informações ou fornecê-las de modo demasiadamente resumido é tão prejudicial quanto fornecer informações em excesso.

A informação também precisa ser representada fidedignamente, isto é, representar a realidade levando em consideração atributos de completude, neutralidade e ausência de erros. Acrescenta-se que a informação apresentada ao usuário também deve valer-se de comparabilidade, verificabilidade, compreensibilidade e tempestividade (CPC 00 R1, 2011). Este último aspecto relaciona-se com o momento oportuno da evidenciação, observando que, para ser útil, a informação deve ser disponibilizada aos usuários antes de perder seu valor.

Todavia, a diferença entre a necessidade de informações pelo mercado de capitais e o *disclosure* que as empresas realizam surge de práticas de assimetria de informações e de conflitos de agência entre gestores e investidores (Healy & Palepu, 2001). Por isto, o *disclosure* da informação, tanto voluntária quanto compulsória, desempenha papel fundamental como mecanismo que reduz a discrepância do conhecimento entre quem gera a informação contábil e quem a recebe ou tem acesso.

A informação compulsória provém da obrigatoriedade de *disclosure* determinado por determinações legais ou regulamentares, ou seja, há dispositivos legais que permitem aos investidores responsabilizar os administradores por omissão de informações ou apresentação de informação enganosa. Existem, porém, mecanismos que induzem ao *disclosure*, verificados quando as relações e dinâmicas entre empresas e investidores são capazes de forçar as companhias a divulgar as informações, não consistindo necessariamente uma norma legal (Ronen & Yaari, 2002). Com a criação de requisitos mínimos de divulgação, os reguladores reduzem a lacuna de informação entre os usuários informados e os usuários não informados. Nesse sentido, o objetivo da regulação da divulgação é redistribuir melhor o valor que a informação possui entre os agentes econômicos (Healy & Palepu, 2001).

O *disclosure* voluntário, por sua vez, é a divulgação de informações que excedem as exigências e recomendações legais e representa uma escolha livre (*free choice*) por parte dos gestores das organizações em divulgar informações adicionais para suprir as necessidades do processo decisório dos usuários dos relatórios financeiros (Meek, Roberts & Gray, 1995). No entanto, Dantas *et al.*, (2005) mencionam que a indução ao *disclosure* voluntário não seria suficiente para mitigar a decisão distorcida por parte dos agentes econômicos, sobretudo dos investidores.

2.1 Incentivos e custos de *disclosure*

A disparidade entre o que o gestor conhece sobre a empresa e o que o mercado sabe sobre ela agrava os problemas de seleção adversa. A seleção adversa, nesse contexto, refere-se ao fato de um vendedor de ativos negociar com o comprador potencial, e este, racionalmente interpretar as informações retidas pelo vendedor como informações desfavoráveis sobre o valor ou qualidade do ativo em negociação (Akerlof,

1970). Consequentemente, o comprador desconta o valor do ativo até o ponto em que passa a ser de interesse do vendedor revelar as informações retidas, mesmo que desfavoráveis. Desse modo, a omissão de informações seria desvendada pelo comportamento dos compradores racionais (Verrecchia, 2001).

A minimização deste problema exige maior divulgação. Healy e Palepu (2001) reconhecem o papel da regulamentação da contabilidade e da auditoria externa como intermediadores, garantindo que as divulgações contábeis tenham maior qualidade. Desse modo, a lacuna informacional entre empresa e investidores é reduzida, porém ainda existe um *trade-off* para quem detém a informação contábil. Esse *trade-off* é o conflito que os gestores têm ao decidir como, quanto e quando divulgar a informação aos investidores, em especial, a informação voluntária. Pois divulgar a informação tem um custo, cujo benefício pode não ser otimizado se o investidor não perceber que esta informação agrega valor. Por outro lado, não divulgar pode gerar uma perda se o investidor tiver expectativas sobre as informações voluntárias da empresa e entender que a sua não divulgação é uma sinalização negativa sobre o desempenho da mesma.

Para Healy e Palepu (2001), problemas de informação entre gestores e investidores impedem à alocação eficiente dos recursos em uma economia de mercado de capitais. Desse modo, a divulgação voluntária e os órgãos reguladores que corroboram para a divulgação de informações credíveis têm um papel importante na mitigação desses problemas. Entretanto, os incentivos que determinariam os motivos da realização ou não da divulgação voluntária são tratados por esses autores como as seis forças ou razões do mercado de capitais que afetam as decisões dos gestores: operações de mercado de capitais, disputas por controle corporativo, compensação com ações, processos judiciais, sinalização da gestão de talentos e custos de propriedade.

A hipótese de operações de mercado de capitais considera que os gestores que prevêm a realização de transações têm incentivos para fornecer divulgação voluntária como forma de diminuir a assimetria de informação. Logo, reduz o custo de capital da empresa. Neste raciocínio, as companhias de capital aberto têm mais incentivos para realizar a divulgação voluntária, comparado com as companhias de capital fechado, porque o custo do seu capital pode ter correlação positiva com a assimetria da informação.

A disputa por controle corporativo é uma hipótese que, diante do risco de perder a função de executivos ou provocados por um baixo desempenho dos lucros e dos preços das ações, os gerentes usam divulgações corporativas para reduzir a probabilidade de subvalorização da empresa e para explicar o mau desempenho dos lucros. Ou seja, os executivos são estimulados em contribuir para a divulgação das informações quando esta for favorável para mostrar que o baixo resultado da empresa não está relacionado com suas responsabilidades. Desse modo, com a divulgação os gestores buscam mostrar que os fatores sobre os quais não tem controle, advindos do ambiente externo, são aqueles que estão determinando o baixo desempenho da empresa. A ação do agente, portanto, é impulsionada pelo estímulo a proteção de sua remuneração, para que esta não seja reduzida por condições alheias ao seu domínio.

No que tange à remuneração de gestores, a opção de parte de sua remuneração ser sob a forma de ações (pagamentos baseados em ações ou opções de ações) é um incentivo para que os gestores divulguem informações voluntárias. Os gestores interessados em negociar suas participações têm incentivos para divulgar informações privadas para evitar problemas relacionados à sua condição de *insider trading* e aumentar a liquidez das ações da empresa, antes de expirar o prazo do direito de exercer a opção de ações. Ainda, se os gestores agem de

acordo com o interesse dos acionistas, eles tem incentivos para fornecer divulgações voluntárias com o propósito de reduzir os custos associados a esta forma de remuneração.

Na hipótese de custos de litígios, as ações judiciais poderiam causar dois efeitos nas decisões dos gestores: (i) ações contra divulgação inadequada ou intempestiva incentivariam o aumento da divulgação voluntária; (ii) os litígios poderiam inibir os incentivos dos gestores para fornecer informações prospectivas pois estes considerariam que o sistema legal penalizaria previsões feitas de boa-fé, devido a incapacidade de distinguir entre erros de estimativas sem dolo e os erros intencionais decorrentes de oportunismos da administração.

Sobre a sinalização de talentos, Healy e Palepu (2001) argumentam que os gerentes teriam incentivos para fazer previsões de lucros por meio de informações voluntárias como forma de revelar suas qualidades e talentos para prospectar mudanças futuras. Esse aspecto do trabalho de Healy e Palepu (2001) é corroborado por Dantas *et al.*, (2005) no que tange à sinalização da boa *performance*, na qual as companhias tendem a sinalizar suas qualidades aos investidores e acionistas.

Outra força que afeta a decisão de divulgação voluntária são os custos de propriedade. Em outras palavras, as decisões para divulgar informações aos investidores seriam influenciadas pela preocupação de que tais divulgações prejudicam a posição competitiva da empresa no mercado. Desse modo, as empresas têm um incentivo a não divulgar informações que podem afetar negativamente a sua posição competitiva, mesmo que a falta desta informação aumente seu custo de capital. Isto é, as empresas preferem arcar com um custo de capital mais alto do que sua imagem corporativa ser denegrida.

Ainda, ao considerar o custo de propriedade na decisão da divulgação voluntária assume-se que não há conflitos de interesses entre gestores e acionistas. Assim a divulgação voluntária seria sempre credível, no entanto existiriam forças econômicas que limitariam a divulgação completa. Essa força é tratada por Verrecchia (2001) como um dos diversos custos da divulgação de informações, tal como o custo de natureza proprietária, que se refere ao processo de fornecer informações estratégicas, o que pode comprometer a participação da empresa no mercado.

Dantas *et al.*, (2005) também destacam que outro aspecto a ser considerado é o equilíbrio entre custos e benefícios da divulgação. Neste caso, os benefícios decorrentes da informação não devem ser excedidos pelos custos de produzi-la. No entanto, a avaliação dos custos e benefícios é, em sua essência, um exercício de julgamento. Admati e Pfleiderer (2000) complementam que as empresas buscam despende recursos para divulgar informações até o nível em que o benefício marginal proporcionado pelo *disclosure*, como o aumento da liquidez e a redução do custo de capital, seja igual ao seu custo marginal de produzir e veicular a informação.

Há uma relação entre os custos e o nível de divulgação pelas empresas. Presume-se que, na hipotética ausência de custos de divulgação a empresa seria incentivada a divulgar todas as informações (*full disclosure*), pois o mercado racional interpretaria a não divulgação como informação desfavorável em relação a ela (seleção adversa). No entanto, à medida que os custos aumentam, o nível de *disclosure* reduz, pois o equilíbrio entre custo e benefício não é obtido (Verrecchia, 2001). Conforme Healy e Palepu (2001) as empresas, ao abstraírem as imperfeições ou externalidades do mercado, teriam incentivos para otimizar a relação entre os custos e os benefícios do *disclosure* voluntário e alcançar o nível eficiente da informação para os usuários.

Nota-se que as organizações são relutantes em realizar o *full disclosure*, apesar das evidências de que eles provocam o aumento da liquidez e da eficiência do mercado bem como a redução do custo de capital (Admati & Pfleiderer, 2000). Esse fato relaciona-se, portanto,

com os aspectos tratados até agora: a relação custo e benefício da divulgação, sendo incluídos no custo os gastos para produzir e transmitir a informação e também os custos relativos às consequências da sua evidenciação aos investidores, concorrentes e demais participantes do mercado.

A resistência das empresas em adotar níveis elevados de *disclosure* seria o impulso para torná-lo compulsório. O *full disclosure* voluntário raramente ocorre, o que torna fundamental a regulamentação da evidenciação (Admati & Pfleiderer, 2000). Nesse sentido os agentes reguladores governamental, privado ou de classe profissional, passam a atuar como balizadores do processo de divulgação de informações contábeis, forçando as entidades ao fornecimento de um conjunto mínimo de informações aos *stakeholders* (Dantas *et al.*, 2005). Acentua-se a necessidade regulamentar nesse processo quando se trata de induzir as empresas a evidenciarem as más notícias sobre seu desempenho financeiro e patrimonial aos usuários da informação (Admati & Pfleiderer, 2000).

Para Dantas *et al.* (2005) a regulamentação do *disclosure* também se preocupa em criar regras que imponham o *fair disclosure*, determinando a evidenciação de dados sensíveis e estratégicos de uma companhia, tanto para analistas quanto para investidores. Conforme Shin (2003), em momentos de crises e turbulências internacionais as medidas tomadas pelos órgãos reguladores é justamente o aumento do *disclosure* corporativo.

Como órgão regulamentador de divulgação no Brasil pode-se citar Comissão de Valores Mobiliários, Conselho Federal de Contabilidade, entre outros, os quais aprovam os Pronunciamentos Técnicos emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis. De acordo com o CPC 00 (2011), em consonância com o *The Conceptual Framework for Financial Reporting (IASB – BV 2011)*, as demonstrações contábeis devem fornecer informações que sejam úteis na tomada de decisões econômicas e avaliações por parte dos usuários de modo geral, não tendo o propósito de atender finalidade ou necessidade específica de determinados grupos de usuários. Ou seja, o objetivo dessa regulamentação é estabelecer às empresas um nível mínimo de divulgação que atenda ao maior número possível de usuários. Sobre os grupos de usuários, são considerados principais os investidores, credores por empréstimos e outros credores.

De acordo com essa regulamentação os relatórios contábeis devem fornecer informações que auxiliem esses usuários, existentes e em potencial, a estimarem o valor da entidade que reporta a informação. Acrescenta-se que para a informação contábil-financeira ser útil, ela precisa ser relevante e representar com fidedignidade o que se propõe a representar. A utilidade da informação contábil-financeira é melhorada se ela for comparável, verificável, tempestiva e compreensível. O atendimento a esses requisitos auxilia os usuários a tomarem decisões com maior grau de confiança, o que resulta em funcionamento mais eficiente dos mercados de capitais e em custo menor de capital para a economia como um todo (CPC 00, 2011).

Entretanto, o processo regulamentado de *disclosure* também tem custos inerentes à geração de informações, que são tratados pelo CPC 00 (2011) como uma restrição sempre presente no processo de elaboração e divulgação dos relatórios contábeis. Os fornecedores destas informações despendem recursos para a coleta, processamento, verificação e disseminação de informação contábil. No entanto, os usuários, em última instância, pagam por esses custos na forma de retornos reduzidos.

Adicionalmente seria possível mencionar que os custos inerentes à divulgação compulsória seriam os mesmos já tratados quanto à divulgação voluntária de informações, não se limitando a custos de produzir e veicular informações, mas também aos custos relativos às consequências que informar o usuário externo podem trazer para a situação da

empresa no mercado (Admati & Pfleiderer, 2000, Dantas *et al.*, 2005, Healy & Palepu, 2001, Verrecchia, 2001).

3. TEORIA DA DIVULGAÇÃO

Ao produzir e divulgar as informações deve-se considerar todas as possíveis consequências originadas por esse processo. Nesse sentido, Cruz e Lima (2010) afirmam que o *disclosure* pode influenciar o comportamento dos usuários, pois afeta a percepção dos agentes econômicos em relação ao risco que a empresa oferece, influenciando no processo de alocação de recursos e estabelecimento dos preços dos títulos.

Considerando que a evidenciação reduz a quantidade de informações e, que os gestores têm acesso exclusivo, limitando a possibilidade de que eles [os gestores] se beneficiem do conhecimento de informações privilegiadas, a divulgação de informações pode reduzir os custos de agência associados à expropriação de informações sobre a situação da firma (Guttentag, 2004).

Tais evidenciações de informações pelas entidades são abordadas pela Teoria da Divulgação. Na qual se destacam os estudos seminais de Verrecchia (1983) e Dye (1985) sobre o *disclosure*. Quase duas décadas depois desses estudos, Verrecchia (2001) foi designado pelo periódico *Journal of Accounting and Economics* a fazer um compêndio das pesquisas contábeis realizadas até então que buscassem explicar fenômenos relacionados à divulgação de informações contábeis. Identificou três categorias de pesquisa sobre os processos da divulgação de informações na contabilidade: a divulgação baseada em associação (*association based disclosure*), a divulgação baseada em eficiência (*efficiency based disclosure*) e a divulgação baseada em julgamento (*discretionary based disclosure*).

3.1 Categorias da Teoria da Divulgação

Verrecchia (2001), ao iniciar seu estudo, sinaliza que não consegue identificar prioritariamente uma Teoria da Divulgação. Na sequência, Dye (2001) tece críticas ao trabalho realizado por Verrecchia (2001), ao contrapor que o aspecto endógeno seria o coração da Teoria da Divulgação.

A partir da categorização das pesquisas na temática da divulgação, Verrecchia (2001) propõe uma taxonomia que engloba, de modo amplo, as pesquisas identificadas, o momento de ocorrência da divulgação (*ex ante* ou *ex post*) e o processo de divulgação (caráter endógeno ou exógeno). Assim, as pesquisas são categorizadas em: Divulgação Baseada em Associação, Divulgação Baseada em Julgamento e Divulgação Baseada em Eficiência.

A Divulgação Baseada em Associação compreende as pesquisas que relacionam o fenômeno da informação divulgada e seus reflexos para investidores e o mercado de capitais. Busca-se identificar mudanças no comportamento dos preços dos ativos (opções de ações negociadas) e o volume negociado. Nesta abordagem presume que os investidores competem no mercado de capitais em busca da maximização de sua riqueza.

O estudo de Ball e Brown (1968), pioneiro neste aspecto, buscou evidenciar de modo empírico a influência da informação contábil no mercado de capitais. Beaver (1968) estudou o volume negociado e o comportamento dos preços nas semanas próximas à divulgação das informações contábeis. Seu estudo encontrou forte relação entre a evidenciação de informações e as reações do mercado de capitais refletidas nos preços e no volume negociado.

De acordo com Lopes e Martins (2005) estes estudos inauguram uma nova era na pesquisa contábil, quando “(...) a contabilidade passou a ser vista como uma fonte de informação para os usuários, podendo ser analisada dentro do arcabouço econômico tradicional e não mais como um campo particular”. Ilustra isto, o exemplo extraído da

literatura, o qual verifica a relação entre a divulgação de um lucro anormal (lucro abaixo ou acima das expectativas) e as mudanças de preços. Assume-se que a informação divulgada possui influência sobre o valor da firma, porém tal informação não é perfeita (Salotti & Yamamoto, 2005).

A Divulgação Baseada em Eficiência, conforme taxonomia proposta por Verrecchia (2001), sumariza a vertente econômica que engloba as informações preferíveis, as quais reduzem o custo de capital. A busca de redução de custo de capital está associada às ações da empresa que buscam reduzir outro tipo de custo: inerente à troca de ativos entre investidores com níveis diferenciados de informações. Este custo é derivado da questão da seleção adversa, também chamada de “componente de custo de capital relativo à assimetria informacional” (Salotti & Yamamoto, 2005, p. 64).

No contexto da seleção adversa, as partes envolvidas têm níveis de informações diferenciadas sobre a qualidade da informação. Conforme Akerlof (1970) apresentou no clássico exemplo da comercialização de carros novos e usados, sejam estes bons e ruins, o comprador não é detentor das mesmas informações que o vendedor. Por não ser possível a distinção entre a qualidade dos itens disponíveis, o mesmo preço será praticado pelos vendedores, independentemente da qualidade do bem negociado. De acordo com Dye (2001) a divulgação eficiente promove à entidade que reporta a informação um *trade-off* entre o custo de capital e o custo de evidenciação de informações internas à entidade, que não são de fácil acesso.

Decorrente deste *trade-off* encontra-se a terceira categoria elencada por Verrecchia (2001), a Divulgação Baseada em Julgamento. Esta categoria compreende a existência de informações financeiras de caráter obrigatório, porém os gestores podem gerenciar a divulgação de informações voluntárias, úteis na avaliação da empresa. Nesse sentido pode-se destacar a discricionariedade do agente sobre as circunstâncias da divulgação e ainda o aspecto da seleção adversa, por razão da informação não evidenciada (*hidden information*).

Em seu ensaio Salotti e Yamamoto (2005) citam, ainda, três aspectos extraídos da literatura que justificariam a não evidenciação de informações privadas: custos relacionados à produção da informação; incerteza do gestor quanto à informação produzida e; *trade-off* do gestor que é remunerado conforme resultado.

O primeiro aspecto, custos relacionados à produção da informação, de acordo com Dye (1985) as informações privadas são aquelas cuja divulgação possui a capacidade de alterar potencialmente os lucros da empresa, e por consequência a remuneração de gestores, se for o caso. Neste sentido, o primeiro aspecto impulsionador para a não evidenciação de informações privadas seriam os custos relacionados à produção da informação. Salotti e Yamamoto (2005) citam o exemplo da evidenciação de informações relacionadas ao processo produtivo de uma indústria. Ao evidenciar essas informações a empresa estará sujeita a arcar com o custo de competição em um mercado onde há concorrência, perdendo assim, participação no mercado.

O segundo aspecto trata que a informação desprovida de acurácia, não está a contento de ser divulgada. A empresa evidencia as informações preferíveis, ponderadas pelo ganho ou perda da credibilidade subsequente à divulgação. E, o terceiro aspecto, o *trade-off* vivenciado pelo gestor que é remunerado conforme resultado, é impulsionado pelos ganhos líquidos atuais e as perspectivas de permanência no cargo serem inferiores ao tempo necessário para vivenciar os benefícios de um *full disclosure*, o gestor, ao deparar-se com informações que influenciariam negativamente o valor da empresa, posterga o momento da evidenciação. Este tipo de ação do gestor impacta negativamente a empresa no longo prazo, acarretando em um aumento em seus custos de captação de recursos financeiros.

De acordo com Dye (2001), a Teoria da Divulgação Voluntária - ou Divulgação Baseada em Julgamento para Verrecchia (2001) - permite coligir que quando os relatórios anuais destacam repetidamente os sucessos da empresa com redução de seus custos, de modo que não são mencionadas as receitas, o que impulsiona a divulgação é a discricionariedade do agente. Ainda de acordo com a teoria, pode-se inferir que quando o usuário da informação obtém este conteúdo no Relatório da Administração, por exemplo, não é necessário analisar a Demonstração do Resultado, pois ao ufanar a redução de custos, o montante evidenciado seriam apenas indícios de baixo crescimento das receitas. Esta abordagem presume que os investidores possuem expectativas racionais e sua reação ao silêncio de uma informação, seria interpretá-la como desfavorável.

3.2 ESTUDOS EM CONTABILIDADE NO BRASIL VINCULADOS À TEORIA DA DIVULGAÇÃO

Yamamoto e Salotti (2006) realizaram um levantamento dos principais estudos que utilizaram a Teoria da Divulgação, entre os quais se destaca no contexto nacional Yamamoto (2005 apud Yamamoto e Salotti (2006)) e Salotti e Yamamoto (2008). A partir destes dois estudos esta seção apresenta os estudos subsequentes que também utilizaram esta teoria.

Estudando o aspecto endógeno da Teoria da Divulgação, Salotti e Yamamoto (2008) estudaram a divulgação da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) no período de 2000 a 2004, quando esta demonstração era de caráter voluntário. Dentre os resultados encontra-se correlação positiva da divulgação com o desempenho da empresa, com a importância dada pela firma às percepções dos *outsiders* e com a evidenciação da DFC em exercícios anteriores. Segundo os autores, a empresa é incentivada a divulgar a DFC se entre sua relação com investidores houver assimetria informacional.

O estudo de Yamamoto (2005 apud Yamamoto & Salotti, 2006) fundamentou-se na perspectiva da Teoria da Divulgação Baseada em Julgamento para analisar os incentivos que os gestores têm para divulgar informações. A autora assume a premissa de que a qualidade da informação é verificada quando impacta positivamente no preço das ações e desenvolve a hipótese de que o nível de divulgação tem correlação positiva com a qualidade da informação voluntária divulgada. A partir de testes com as duas variáveis (nível e qualidade da divulgação) a hipótese é confirmada, corroborando para a abordagem endógena da Teoria da Divulgação, segundo a qual o agente decide por reportar ou reter informações privadas da empresa a partir da observação do efeito da divulgação no preço das ações.

Na perspectiva da divulgação baseada em julgamento Cunha e Ribeiro (2008) investigaram os incentivos das companhias de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA para divulgar voluntariamente informações de natureza social. Examinaram os dados de empresas nos anos de 2003 a 2006 e concluíram que a divulgação voluntária de informações sociais associa-se positivamente ao nível de governança corporativa, ao desempenho, ao tamanho e à divulgação em período anterior. Esse achado valida a concepção teórica de que as decisões de divulgação são endógenas, isto é, explicadas por determinadas características da própria companhia.

Ainda no âmbito da divulgação baseada em julgamento, Rover, Borba e Murcia (2009) estudaram a evidenciação de informações extraídas das Demonstrações Financeiras Padronizadas e do Relatório de Sustentabilidade de empresas consideradas potencialmente danosas ao meio ambiente conforme sua atividade econômica e setor de atuação. Os resultados encontrados remetem à Teoria da Divulgação, no que diz respeito à preferência de divulgação voluntária de informações positivas à imagem da empresa em detrimento às informações negativas.

Ainda acerca de níveis de divulgação, Magalhães, Pinheiro e Lamounier (2011) partiram de conceitos da Teoria da Divulgação e da importância da redução da assimetria de informações para pesquisarem os fatores que influenciariam na extensão da divulgação de informações obrigatórias sobre partes relacionadas nas notas explicativas das empresas listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA baseados no contexto de adoção das normas internacionais. Buscaram relacionar as divulgações do exercício findo em 2010 com potenciais fatores explicativos da evidenciação. Verificaram que o tempo de existência da companhia no mercado empresarial explica parcialmente o nível de evidenciação. Por outro lado não observaram evidências estatísticas de influência de fatores como o tamanho da empresa e o resultado da equivalência patrimonial. Acrescentam que nenhuma empresa apresentou na íntegra as determinações de divulgação da forma exigida pelo CPC 05.

Silva e Nakao (2011) estudaram o nível de informações divulgadas por empresas européias na adoção das IFRS em 2005, distinguindo-as quanto à origem de seu sistema legal (baseado em *common law* ou *code law*). Os autores observaram que quando se refere às informações recomendadas, isto é, de caráter voluntário para as IFRS, a maioria das empresas prefere não divulgá-las. Nesse sentido, com base na Teoria da Divulgação, atribui-se caráter benéfico às informações divulgadas voluntariamente pelas empresas européias. Observou-se, que a maioria das empresas se aproveitou das isenções e informações facultativas, corroborando para a influência da regulação para um *full disclosure*.

De acordo com Conceição, Dourado e Silva (2012) a Teoria da Legitimidade encontra proximidade à Teoria da Divulgação, uma vez que para que seja atingido o objetivo de legitimar seu “contrato social” perante a comunidade em que está inserida, a empresa buscará um maior *disclosure* de informações voluntárias. Neste contexto, os autores estudaram a adesão a prática de comunicação do desempenho social e ambiental através do Relatório de Sustentabilidade Empresarial para empresas latino-americanas no período de 1999 a 2010, tendo como parâmetro o relatório *Global Reporting Initiative* (GRI). Os autores concluem que o processo de divulgação de sustentabilidade empresarial tem crescido em aderência pelas empresas latino-americanas. Conceição *et al.*, (2012) sustentam suas análises na Teoria da Divulgação no sentido que as empresas divulgam informações através da percepção de prováveis benefícios adicionais decorrentes desta ação.

Novelini e Fragonesi (2013) realizaram estudo que analisou a qualidade da informação de caráter social divulgada. A composição da amostra foi determinada pelas empresas pertencentes à carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) divulgado pela BM&FBovespa, cujo critério de seleção é a auto-afirmação das empresas como sendo socialmente responsáveis. As autoras concluíram que a Teoria da Divulgação possui teor explicativo quanto à priorização de informações que tragam boas notícias aos acionistas, pois as informações com impacto positivo imediato foram as mais divulgadas.

Dentre os estudos mencionados, nota-se que há predominância no cenário nacional de pesquisas orientadas sob a perspectiva da Teoria da Divulgação Baseada em Julgamento. Há a primazia por informações que impactem positivamente na imagem da empresa, fato que corrobora para que apenas as informações que ultrapassem o equilíbrio da motivação dos administradores sejam divulgadas. As informações voluntárias evidenciadas permeiam critérios de seleção definidos pelos agentes, os quais possuem incentivos próprios para evidenciar ou reter informações, destacando o conflito de agência, a seleção adversa e o oportunismo do agente mediante ao acesso de informações privadas.

4. ECONOMIA DA INFORMAÇÃO SUBJACENTE À TEORIA DA DIVULGAÇÃO

O estudo de informações contábeis de forma sistematizada e racional sumariza o objetivo da ciência contábil. Seu objeto de estudo são as informações necessárias para a gestão contínua de uma entidade e o modo como tais informações são reportadas aos usuários da informação (Martins & Carvalho, 2011). Busca-se a eficiência da comunicação entre a entidade que reporta a informação e os usuários externos.

Através das lentes das teorias econômicas e da incursão da contabilidade em arcabouços econômicos, identifica-se a linha de estudos voltados à economia da informação. Desta linha de estudos são extraídas questões como seleção adversa, risco moral, incentivos, racionalidade limitada, *screening* (e os custos decorrentes ao usuário), emissão de sinais pelo agente que detém a informação (*signaling*) e a existência de informações incompletas e assimétricas.

Um dos primeiros estudos sob esta perspectiva foi apresentado por Akerlof (1970), tomando como cenário o mercado de carros norte-americano. O autor exemplificou a assimetria de informação que existe entre o vendedor de carros e o comprador, de modo que o vendedor detém informações em maior quantidade e qualidade sobre o item negociado. A assimetria decorre, portanto, do quesito acesso à informação. Quem recebe as informações somente terá como ponderar sobre a qualidade do carro adquirido após um período de uso.

Na condição de agente detentor de informações privadas pode-se inferir a ocorrência de oportunismo pelo vendedor ao forçar uma venda por deter informações com maior qualidade. O oportunismo, de acordo com Barney e Hesterly (2004), é uma revelação incompleta ou distorcida de informações, especificamente voltada a esforços para enganar, alterar, disfarçar, ofuscar ou confundir a outra parte em uma transação. Oportunismo pode ser compreendido como a busca pelo interesse próprio em detrimento do interesse coletivo ou de outrem. Surge da ação de quem dissemina a informação e decorre de problemas de seleção adversa e risco moral (Williamson, 1999).

Por sua vez, o conceito de assimetria da informação, de acordo com Afzal, Roland e Al-Squri (2009), é a condição em que as diferentes partes de uma transação possuem diferentes conjuntos de informações. Neste sentido, Milgrom e Roberts (1987) identificaram que informação pode ser completa ou incompleta e simétrica ou assimétrica. Assim, verificam-se as seguintes possibilidades: informação completa e simétrica; informação completa e assimétrica; informação incompleta e simétrica e; informação incompleta e assimétrica. Destas possibilidades, quando há assimetria ocorrem os problemas de seleção adversa e risco moral.

O problema de seleção adversa surge quando a parte informante mantém informações ocultas (*hidden information*). Representa um problema pré-contratual no qual um agente não revela todas as informações relevantes ao outro antes de consumir uma negociação, interferindo no comportamento dos receptores da informação. Em outras palavras, é uma situação que provém de imperfeições informacionais (Sztajri, 2006). Neste sentido, há discricionariedade do agente quanto à opção de informações evidenciadas, reduzindo a ocorrência de divulgações voluntárias. Os usuários da informação buscam mecanismos para a captação de informações privadas (*screening*), ação carregada de custos para obtê-la. A não evidenciação de informações privadas pode ainda, representar uma estratégia adotada pelo agente que as detêm (Korn & Schiller, 2003).

O problema de risco moral (*moral hazard*) provém de conflitos de interesses entre o agente e principal, sendo um comportamento oportunista e pós-contratual, recorrente em diversos tipos de relações econômicas (Koetz, Koetz & Marcon, 2011). O risco moral refere-se à vantagem que uma das partes pode auferir depois de firmar um contrato. Ou seja, ocorrerem problemas de informação oculta (uma informação relevante é adquirida e mantida

por uma das partes); e de ação oculta (uma ação especificada contratualmente não é observada diretamente pela contraparte/principal) (Sztajri, 2006).

Um conflito de agência caracteriza um problema de risco moral. Ocorre quando os agentes são remunerados por suas ações, por exemplos os vendedores recebem comissão da venda, logo são incentivados em vender os itens que lhe geram maior remuneração, ainda que estes itens não possuam o maior retorno para a empresa. Ou seja, toma decisões que promovam as suas metas pessoais, em detrimento dos objetivos da organização (Koetz *et al.*, 2011).

Devido ao interesse do agente que busca maximizar os resultados de suas ações, a divulgação de informações voluntárias negativas à imagem da empresa é postergada, ainda que a omissão destas informações tenha maior efeito negativo para a empresa a longo prazo. Como resultado do conflito da agência e da maximização de interesses do agente, resta ao usuário uma informação distorcida sobre a realidade da empresa.

A incompletude e assimetria informacional são também tratadas no âmbito da Teoria dos Jogos, a qual teve como precursor o trabalho “*Theory of Games and Economic Behavior*” de Neumann e Morgenstern, em 1944. A Teoria dos Jogos consiste em um conjunto de instrumentos analíticos projetados para auxiliar a compreensão dos fenômenos observados quando os decisores, também chamados jogadores, interagem entre si. Os pressupostos básicos que fundamentam esta teoria são de que os decisores ou jogadores perseguem objetivos bem definidos, ou sua utilidade de modo racional, e levam em consideração o seu conhecimento ou expectativa sobre os potenciais comportamentos dos outros decisores/jogadores, ou seja, utiliza-se um raciocínio estratégico (Osborne & Rubinstein, 1994). Para Milgrom e Roberts (1987) destacam-se os conceitos de jogos não cooperativos (isto é sem possibilidade de coalizões entre os agentes) e de informação incompleta (portanto imperfeita) como forma de modelar a concorrência empresarial.

Um conceito relevante a ser considerado na seleção adversa e na Teoria dos Jogos é a sinalização (*signaling*). Ou seja, os agentes somente irão sinalizar uma informação oculta se a sua utilidade tornar-se maior quando estiver divulgada (Spence, 2002). Como exemplo desse processo Milgrom e Roberts (1987) citam as práticas de preços predatórios entre empresas. Na sinalização em situações desse tipo, o sinalizador é a empresa predadora; o receptor é tanto a empresa rival atual que atua no mercado em que a predação ocorre quando potenciais empresas rivais que ainda não ingressaram no mesmo, que podem observar o comportamento atual do predador; o parâmetro é uma variável que influencia a continuidade do lucro das operações do receptor, e o sinal é o preço da empresa predadora.

Em analogia com aspectos mencionados a respeito da divulgação de informações pelas empresas, é possível retomar o caso dos administradores (sinalizadores) que teriam incentivos para evidenciar as boas notícias sobre o desempenho organizacional. Seriam, portanto, mais tendenciosos a se utilizarem, sobretudo, da divulgação voluntária como mecanismo de sinalização de qualidades, por meio da qual buscam influenciar a percepção dos investidores (receptores) sobre a situação econômica e financeira da empresa (parâmetro), uma vez que estes não detêm informação completa/perfeita sobre o desempenho da mesma.

Desse modo, os sinais do administrador poderiam ocultar deficiências de gestão e demais aspectos negativos, fazendo com que as decisões do investidor sejam mais favoráveis em relação à empresa do que realmente deveriam ser, o que também caracterizaria problemas de seleção adversa.

Além dos aspectos que tratam da divulgação da informação, Simon (1955) cunhou o conceito de racionalidade limitada, isto é, existem restrições que influenciam no comportamento racional em processos de escolha. Para o autor o comportamento racional

decorre do acesso à informação e da capacidade cognitiva. Devido aos reais limites psicológicos do indivíduo, o ser humano tem capacidade limitada de processar informações. Sobre isto, Simon (1955) preceitua que as condições informacionais devem ser consideradas como característica do tomador de decisões e do ambiente onde ele se encontra.

Entendendo que os agentes/administradores têm racionalidade limitada no processo de gestão organizacional, percebe-se que a divulgação de informações ao principal pode não corresponder à representação fiel do desempenho organizacional, além da possibilidade de ações ocultas e oportunistas refletidas na informação divulgada. Por outro lado, considerando a racionalidade limitada do principal/investidor, este tentará maximizar a utilidade de suas decisões com base nas informações disponibilizadas pelo agente, as quais podem estar sujeitas a erros e vieses (incompletas e assimétricas), impossibilitando a tomada de decisões racionais e, conseqüentemente, a alocação eficiente de recursos no mercado de capitais.

Destarte, observa-se uma gama de conceitos inerentes à economia da informação, na qual se destaca a assimetria informacional como principal motivadora de problemas pré-contratuais de seleção adversa e pós-contratuais de risco moral nas relações entre agente e principal. Nesse sentido a incompletude (ou imperfeição) e a assimetria da informação, ambas de natureza contábil, podem ser analisadas sob a ótica de teorias econômicas, as quais são subjacentes à Teoria da Divulgação.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A partir do arcabouço conceitual explorado é possível extrair alguns *insights* para a pesquisa em Contabilidade que visem à associação de elementos referentes à Economia da Informação com aspectos da Teoria da Divulgação. Nesse sentido, como apontado por Verrecchia (2001), um dos assuntos que merece atenção na literatura e nas pesquisas contábeis é a relação entre a evidenciação e a redução da assimetria da informação.

No âmbito da Divulgação Baseada em Associação, relacionam-se alguns aspectos da Economia da Informação. Considerando que a informação disponível aos agentes econômicos nos mercados é assimétrica, presume-se a existência de seleção adversa por parte dos investidores. Ilustra esta situação o fato de o gestor reter informações que são relevantes ao potencial investidor acerca da situação da empresa, influenciando sua decisão e fazendo com que incorra em custos de transação adicionais.

Nesse contexto, a assimetria da informação causa aumento no custo de capital da empresa provocado pela seleção adversa do investidor. Nesta situação verifica-se uma associação entre o processo de divulgação e seu efeito na decisão do investidor e no valor dos ativos da empresa percebido pelo mercado. Caracteriza-se, portanto, um processo exógeno, ou seja, o foco de estudo estaria no efeito da divulgação sobre as escolhas e apreensões do usuário externo à empresa.

No que tange à Divulgação Baseada em Julgamento, destacam-se as situações pós-contratuais, nas quais se salientam os conflitos de agência. Estes podem ser analisados sob a ótica do risco moral, consequência da assimetria de informações derivada de contratos incompletos entre agente e principal. O problema de risco moral estaria relacionado com o oportunismo do agente que tende a usufruir do capital do principal para fins de maximização de sua utilidade particular.

Nesse sentido, cabe a observação dos incentivos que determinam a divulgação ou não de informações pelo agente, estes sendo necessários uma vez que os custos da informação impedem o *full disclosure*. O processo decisório sobre o que deve ser divulgado pode ser relacionado com a concepção de decisão racional estratégica preconizada pela Teoria dos Jogos. Desse modo, o processo de divulgação fundamenta-se no julgamento do administrador

baseado em seus incentivos e interesses de maximização da utilidade própria, caracterizando um processo endógeno, ou seja, o foco principal de análise está nas razões internas da organização.

Retomando o processo decisório do agente sobre quais informações deve divulgar, cabe ressaltar que ocorre um *trade-off* entre os custos de não divulgar informações e as consequências de divulgá-las. Esse *trade-off* pode ser entendido como o equilíbrio entre o custo do capital e o custo de evidenciação de informações privadas. Nesse caso cabe a percepção da Divulgação Baseada em Eficiência como forma de, em um momento *ex-ante* a divulgação, ponderar um nível ótimo de informações a serem evidenciadas e que maximizem a utilidade da informação.

Tal situação se faz necessária quando a administração não divulga informações completas retendo dados estratégicos (informações proprietárias). Essa decisão por parte da empresa ocasiona assimetria entre os diversos agentes econômicos interessados, provocando seleção adversa, elevando o custo de capital e reduzindo o preço dos ativos negociados da empresa. Em contraponto, se a empresa divulga informações proprietárias a concorrência e demais agentes econômicos interessados poderão usufruir da informação divulgada, o que pode implicar na perda da participação da empresa no mercado. Em síntese, o estudo da Divulgação Baseada em Eficiência buscaria o equilíbrio entre esses fatores.

Outro enfoque, com base no pressuposto de que o mercado enquanto agente constituído de racionalidade interpreta a não divulgação da informação como desfavorável (negativa), pode explicar o motivo pelo qual informações voluntárias são divulgadas somente quando positivas (desde que o custo de produzi-la não ultrapasse os benefícios inerentes à mesma). Destarte, as informações negativas não são reveladas porque, além dos custos de produzi-las, há os custos relativos às consequências negativas de sua divulgação que podem ser equivalentes à percepção negativa dos usuários sobre a sua retenção. No entanto, caso o custo de divulgar não seja igual ao custo de reter, se faz necessária a avaliação. Pois, há a possibilidade de a divulgação de informações voluntárias negativas ser menos prejudicial que sua retenção.

Com base nessa percepção é possível realizar analogias com as três categorias de divulgação preconizadas por Verrecchia (2001). A divulgação baseada em julgamento poderia ser observada no processo de avaliação do administrador sobre os reais níveis de prejuízos a serem ocasionados pela evidenciação, estes seriam os incentivos determinantes de divulgar ou reter. A divulgação baseada em associação é observada quando da necessidade de observação e análise do efeito da não divulgação sobre o usuário externo, isto é, a percepção de que informações não divulgadas escondem aspectos negativos reduziria o valor da empresa obrigando a evidenciação.

E, a divulgação baseada em eficiência relacionar-se-ia com a necessidade de ponderação por parte da administração entre os efeitos inerentes a uma informação ruim e os efeitos da percepção de negativismo associada pelo usuário devido a não divulgação dessa mesma informação. Em outras palavras, este processo representa a tentativa de maximizar a utilidade da divulgação para a empresa, de modo que a gestão de informação ruim reduza, ao máximo, o efeito negativo que sua divulgação possa ocasionar ao valor da empresa. Ou seja, busca-se um padrão ótimo de evidenciação de informações desfavoráveis.

Sendo assim, este compêndio conceitual buscou instigar os pesquisadores em contabilidade, a explorarem novas percepções de estudo, que visem, sobretudo, focar o processo de divulgação à luz dos preceitos da Economia da Informação.

REFERÊNCIAS

- Admati, A. R., & Pfleiderer, P. (2000). Forcing firms to talk: Financial disclosure regulation and externalities. *Review of Financial Studies*, 13(3), 479–519.
- Afzal, W., Roland, D., & Al-Squri, M.N. (2009). Information asymmetry and product valuation: an exploratory study. *Journal of Information Science*, 35(2), 192–203.
- Akerlof, G. A. (1970). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159–178.
- Barney, J. B., & Hesterly, W. (2004). Economia das organizações: entendendo a relação entre organizações e a análise econômica. In Clegg, S.R., Hardy, C., & Nord, W.R. *Handbook de Estudos Organizacionais*, vol.3, São Paulo: Atlas.
- Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. Empirical research in accountin: Selected studies 1968. *Journal of Accounting Research*, 6, 67–92.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). (2011). *CPC 00 (R1) – Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro*. Recuperado em 20 junho, 2014 de: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=80>>.
- Conceição, S. H., Dourado, G. B., & Silva, S. F. (2012). Global Reporting Initiative (GRI) - Um estudo exploratório da prática de evidenciação em sustentabilidade empresarial na América Latina. *Revista de Gestão, Finanças E Contabilidade*, 2(3), 17–38.
- Cruz, C.V.O.A., & Lima, G.A.S.F. (2010). Reputação corporativa e nível de disclosure das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista Universo Contábil*, 6(1), 85–101.
- Cunha, J.V.A., & Ribeiro, M.S. (2008) Divulgação voluntária de informações de natureza social: um estudo nas empresas brasileiras. *Revista de Administração Eletrônica*, 1(1), 1-23.
- Dantas, J. A., Zendersky, H. C., Santos, S. C. dos, & Niyama, J. K. (2005). A dualidade entre os benefícios do disclosure e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. *Economia E Gestão*, 5(11), 56–76.
- Dye, R. A. (1985). Disclosure of nonproprietary information. *Journal of Accounting Research*, 23(1), 123–146.
- Dye, R. A. (2001). An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1), 181–235.
- Guttentag, M. D. (2004). An argument for imposing disclosure requirements on public companies. *Florida State University Law Review*, 32, 123–196.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405–440.
- Hendriksen, E. S., & Van Breda, M. (1999). *Teoria da Contabilidade*. São Paulo: Atlas.
- Iudícibus, S. de. (2004). *Teoria da contabilidade* (7 ed.). São Paulo: Atlas.
- Koetz, C.M., Koetz, C.I., & Marcon, R. (2011). A influência do incentivo no comportamento oportunista de risco moral: uma análise experimental. *Gestão.Org*, 9(3), 615 - 639.
- Korn, E., & Schiller, U. (2003). Voluntary disclosure of nonproprietary information: A complete equilibrium characterization. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(9), 1327–1339.
- Lopes, A. B., & Iudícibus, S. de. (2012). *Teoria avançada da contabilidade* (2 ed.). São Paulo: Atlas.
- Lopes, A. B., & Martins, E. (2005). *Teoria da Contabilidade: Uma nova abordagem*. São Paulo: Atlas.

- Magalhães, R.L.R., Pinheiro, L.E.T., & Lamounier, W.M. (2011). Fatores que favorecem a compreensão da extensão da divulgação sobre partes relacionadas – Estudo nas companhias listadas no novo mercado da BM&FBovespa. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 6(Especial), 22-37.
- Martins, E.A., & Carvalho, L.N. (2011). Ciência da contabilidade: um ensaio teórico sobre seu objetivo e objeto. *Anais do 11º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil, 11.
- Meek, G. K., Roberts, C. B., & Gray, S. J. (1995). Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and continental European multinational corporations. *Journal of International Business Studies*, 26(3), 555–572.
- Milgrom, P., & Roberts, J. (1987). Informational asymmetries, strategic behavior, and a industrial organization. *AEA Papers and proceedings*, 77(2), 184-193.
- Novelini, C. P., & Fregonesi, M. S. F. A. (2013). Análise da divulgação de informações sobre investimentos sociais por empresas que se declaram socialmente responsáveis. *Revista de Contabilidade E Organizações*, 7(17), 89–101.
- Osborne, M.J., & Rubinstein, A. (1994). *A Course in Game Theory*. Boston: The MIT Press.
- Ronen, J., & Yaari, V. L. (2002). Incentives for voluntary disclosure. *Journal of Financial Markets*, 5(3), 349–390.
- Rover, S., Borba, J.A., & Murcia, F.D.R. (2009). Características do disclosure ambiental de empresas brasileiras potencialmente poluidoras: análise das demonstrações financeiras e dos relatórios de sustentabilidade do período. *Contextus Revista Contemporânea de Economia E Gestão*, 7(1), 23–36.
- Salotti, B. M., & Yamamoto, M. M. (2005). Ensaio sobre a teoria da divulgação. *BBR- Brazilian Business Review*, 2(1), 53–70.
- Salotti, B. M., & Yamamoto, M. M. (2008). Divulgação Voluntária da Demonstração dos Fluxos de Caixa no Mercado de Capitais Brasileiro. *Revista Contabilidade E Finanças*, 19(48), 37–49.
- Shin, H. S. (2003). Disclosures and asset returns. *Econometrica*, 71(1), 105–133.
- Silva, T. M. da, & Nakao, S. H. (2011). Divulgação na adoção pela primeira vez de IFRS por empresas europeias de setores e sistemas jurídicos diferentes. *Contabilidade Vista & Revista*, 22(2), 93–124.
- Simon, H.A. (1955). A behavioral model of rational choice. *Quarterly journal of economic*, 69(1), 99-118.
- Spence, M. (2002). Signaling in retrospect and the informational structure of markets. *The American Economic Review*, 92(3), 434-459.
- Sztajri, R. (2006). Sociedades e contratos incompletos. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo*, 101, 171 – 179.
- Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179–194.
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 97–180.
- Williamson, O.E. (1999). Strategy research: governance and competence perspectives. *Strategic Management Journal*, 20(12), 1087-1108.
- Yamamoto, M.M., & Salotti, B.M. (2006). *Informação Contábil: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais*. São Paulo: Atlas.