



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA – UnB
UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA – UFPB
UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO NORTE - UFRN

Doutorado em Ciências Contábeis

**ANÁLISE DO IMPACTO DA DIVULGAÇÃO ADICIONAL DE INFORMAÇÕES
CONTÁBEIS COM O USO DE RECURSOS TEXTUAIS E/OU GRÁFICOS SOBRE A
PERCEPÇÃO DOS INDIVÍDUOS QUANTO AO NÍVEL DE *DISCLOSURE* DE UMA
ENTIDADE**

DIOGO HENRIQUE SILVA DE LIMA

Natal – RN

2012

DIOGO HENRIQUE SILVA DE LIMA

**ANÁLISE DO IMPACTO DA DIVULGAÇÃO ADICIONAL DE INFORMAÇÕES
CONTÁBEIS COM O USO DE RECURSOS TEXTUAIS E/OU GRÁFICOS SOBRE A
PERCEPÇÃO DOS INDIVÍDUOS QUANTO AO NÍVEL DE *DISCLOSURE* DE UMA
ENTIDADE**

Tese apresentada ao Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis UnB/UEPB/UFRN como requisito parcial à obtenção do título de Doutor em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. José Dionísio Gomes da Silva

Área de Concentração: Mensuração Contábil

Linha de Pesquisa: Contabilidade e Mercado Financeiro

Natal - RN

2012

Divisão de Serviços Técnicos
Catalogação da Publicação na Fonte. UFRN / Biblioteca Central Zila Mamede

Lima, Diogo Henrique Silva de.

Análise do impacto da divulgação adicional de informações contábeis com o uso de recursos textuais e/ou gráficos sobre a percepção dos indivíduos quanto ao nível de *disclosure* de uma entidade / Diogo Henrique Silva de Lima. – Natal, RN, 2012.

118 f.

Orientador: Prof^o. José Dionísio Gomes da Silva, Dr.

Tese (doutorado) – Universidade Federal do Rio Grande do Norte. Centro de Ciências Sociais Aplicadas. Doutorado do Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB / UFPB / UFRN).

1. Disclosure Contábil – Tese. 2. Teoria da Divulgação – Tese. 3. Efeito Formulação. I.Silva, José Dionísio Gomes da. II. Universidade de Brasília. III. Universidade Federal da Paraíba. IV. Universidade Federal do Rio Grande do Norte. V. Título.

DIOGO HENRIQUE SILVA DE LIMA

**ANÁLISE DO IMPACTO DA DIVULGAÇÃO ADICIONAL DE INFORMAÇÕES
CONTÁBEIS COM O USO DE RECURSOS TEXTUAIS E/OU GRÁFICOS SOBRE A
PERCEPÇÃO DOS INDIVÍDUOS QUANTO AO NÍVEL DE *DISCLOSURE* DE UMA
ENTIDADE**

Tese apresentada ao Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis UnB/UFPB/UFRN como requisito parcial à obtenção do título de Doutor em Ciências Contábeis.

Aprovada em 17 de dezembro de 2012

Prof. Dr. JOSÉ DIONÍSIO GOMES DA SILVA
Universidade Federal do Rio Grande do Norte - UFRN
Orientador

Prof. Dr. ANDERSON LUIZ REZENDE MÓL
Universidade Federal do Rio Grande do Norte - UFRN
Membro Examinador Interno

Prof. Dr. ADILSON DE LIMA TAVARES
Universidade Federal do Rio Grande do Norte - UFRN
Membro Examinador Interno

Prof. Dr. ANTÔNIO ALVES FILHO
Universidade Federal de Alagoas - UFAL
Membro Examinador Externo

Prof. Dr. RODRIGO JOSÉ GUERRA LEONE
Universidade Potiguar - UnP
Membro Examinador Externo

Natal – RN
2012

Aos meus pais, Milton e Maria Ivonete, que tanto amor, carinho e apoio me dedicam, proporcionando-me uma base sólida para vida em todas as dimensões. Na luta exaustiva pelos nossos ideais além da força de Deus, que não acaba jamais, contamos sempre com outra força, a força dos nossos pais.

AGRADECIMENTOS

A Deus, nosso pai de amor e misericórdia, que está sempre conosco nos dando força para prosseguir e tornando tudo possível. O que seria de nós sem vós? Nada temerei, pois o Senhor estará sempre comigo.

A minha esposa Iana. Seu amor, companheirismo, cumplicidade, compreensão e determinação garantiram o equilíbrio imprescindível para realização desse trabalho. Obrigado, meu amor!

A minha irmã Viviane e familiares, pelo apoio incondicional e palavras de conforto e incentivo que renovaram minha esperança nos momentos de maior estresse dessa jornada.

Ao professor José Dionísio Gomes da Silva pela orientação, sabedoria, paciência e confiança a mim dedicados. Compartilhando seus ensinamentos e buscando engrandecer não só a minha formação acadêmica, mas a minha vida, expandindo meus horizontes. Meu profundo respeito e admiração!

Aos professores César Augusto Tibúrcio Silva e Anderson Luiz Resende Mól pela presteza em contribuir na consecução desse trabalho, discutindo e apontando caminhos com a competência e seriedade que lhes são peculiares.

Aos mestres Edilson Paulo, Gileno Fernandes, Jorge Katsumi, Lúcio Capeleto, Matias Pereira, Otávio Medeiros e Paulo Lustosa por todos os conhecimentos transmitidos durante esse período de intenso convívio.

Aos meus colegas e amigos de turma Bruno Vinícius, Ducinéli Botelho, Erivan Borges, Eduardo Tadeu, José Alves, José Marilson, Josué Silva, Mateus Alexandre e Suely Arnold por compartilharem junto comigo as angústias, alegrias, alívios, preocupações e demais sentimentos, nunca se esquecendo do sentido da palavra TURMA.

Em especial ao também amigo de turma Jomar Rodrigues, que me acolheu em seu lar, junto da sua mãe e agora grande amiga – Senhora Conceição – e que tornaram minha estada em Brasília tão agradável e aconchegante, minimizando a saudade e a distância de casa.

A Universidade Federal do Rio Grande do Norte, nas pessoas da Pró-reitora de Pós-graduação, Professora Edna Maria da Silva e sua secretária Maria Lassalette da Costa Cruz; da Diretora do CCSA, Professora Maria Arlete Duarte de Araújo; e do Chefe do Departamento de Ciências Contábeis, Professor Antônio Sales Mascarenhas pelo empenho em garantir a realização do curso e fortalecer a pós-graduação em Ciências Contábeis.

Ao Conselho Regional de Contabilidade do RN e Departamentos de Administração e Ciências Contábeis da UFRN que disponibilizaram lista de e-mail dos profissionais e alunos de graduação cadastrados, o que foi fundamental na disseminação no questionário de pesquisa

Aos professores e membros da Banca Examinadora – Prof. Anderson Luiz Resende Mól, Prof. Adilson de Lima Tavares, Prof. Antônio Alves Filho e Prof. Rodrigo José Guerra Leone – pelas importantes contribuições dadas e que engrandeceram esse trabalho.

A todos muito obrigado!

“Meu refúgio, minha fortaleza, meu Deus, eu confio em ti!”

(Salmos, 91:2)

RESUMO

Esse estudo tem como principal objetivo analisar se um *disclosure* corporativo englobando, além das demonstrações contábeis em seu formato tradicional, a divulgação adicional das informações com o uso de recursos textuais e/ou gráficos impacta a percepção dos indivíduos sobre o nível de *disclosure* de uma entidade, afetando, assim, suas avaliações. Para a consecução da pesquisa, simulou-se um mercado de capital onde os 276 participantes (professores e alunos do curso de Administração e Contábeis e profissionais de mercado dessas áreas) tiveram que precificar a ação de duas empresas em cinco momentos distintos. As duas entidades do experimento, Alfa e Beta, são relativamente iguais considerando a situação econômico-financeira e divulgam, no primeiro momento, o mesmo conjunto de informações apresentadas sob o mesmo formato. Nos quatro momentos subsequentes, uma das empresas passa a divulgar as informações contidas no momento inicial, utilizando-se de gráficos e textos explicativos que enfatizam pontos específicos de sua situação econômico-financeira. Os resultados permitem concluir que a divulgação adicional de informações contábeis formatadas em gráficos e textos explicativos, foi considerada pelos indivíduos como “nova informação”, uma vez que eles revisaram suas avaliações após os cinco momentos (aumentaram o preço da ação de Beta e reduziram o preço da ação de Alfa). A maioria dos participantes do estudo não processaram toda informação disponível no momento 1, sendo significativamente influenciados pelo formato de apresentação das mesmas informações em momentos posteriores. O *disclosure* corporativo englobando, além das demonstrações contábeis em seu formato tradicional, a divulgação adicional das informações com o uso de recursos textuais e/ou gráficos impactou positivamente a percepção dos indivíduos sobre o nível de *disclosure* da empresa que divulgou, diferenciando-a positivamente da que não se pronunciou.

Palavras-chaves: *Disclosure* Contábil, Teoria da Divulgação e Efeito Formulação.

ABSTRACT

This study has the main objective to analyze if a corporate disclosure including beyond the financial statements in its traditional format the additional disclosure of information with the use of textual/graphics resources impacts the individuals' perception over the entity's disclosure level, affecting their evaluations. To conduct the research, it was simulated a capital market where the 276 participants (teachers and students of Administration and Accounting and others professionals these areas) had pricing the share of two companies in five different moments. The two entities of the experiment, Alfa and Beta, are relatively equal considering the financial situation and disclose, at first, the same set of information presented in the same format. In the four subsequent moments, one of the companies discloses information that was contained in the initial stage using graphics and texts that emphasize specific points of your financial situation. The results indicate that the additional disclosure of accounting information formatted in graphics and texts was considered by individuals as "new information", since they revised their ratings after five times (increasing in share price of Beta and reducing in share price of Alfa). The majority of participants didn't process all available information at time 1 and was significantly influenced by the presentation format of the same information at later times. The corporate disclosure including beyond the financial statements in its traditional format the additional disclosure of information with the use of textual/graphics resources had impacted positively the individuals' perception over the disclosure level of company that did, differentiating it positively which has not commented nothing.

Key words: Disclosure, Theory of Disclosure and Formulation Effect.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Resumo do Processo Contábil	17
Figura 2: Experimento I - Evolução do Preço Médio das Ações – Análise Geral (N=116)	60
Figura 3: Experimento I - Preços a ação de Alfa e Beta nos momentos 1 e 5 – Análise Geral (N = 116)	64
Figura 4: Experimento I - Evolução do Preço Médio das Ações - Discentes (N = 42)	66
Figura 5: Experimento I - Evolução do Preço Médio das Ações - Docentes (N = 54).....	69
Figura 6: Experimento I - Evolução do Preço Médio das Ações - Profissionais de Mercado (N = 20).....	71
Figura 7: Experimento I - Evolução do Preço Médio das Ações - Feminino (N = 41)	73
Figura 8: Experimento I - Evolução do Preço Médio das Ações - Masculino (N = 75).....	75
Figura 9: Experimento II - Evolução do Preço Médio das Ações – Análise Geral (N=160).....	82
Figura 10: Experimento II - Preços da ação de Alfa e Beta nos momentos 1 e 5 – Análise Geral (N = 160)	85
Figura 11: Experimento II - Evolução do Preço Médio das Ações - Discente (N = 55)	87
Figura 12: Experimento II - Evolução do Preço Médio das Ações - Docente (N = 54).....	90
Figura 13: Experimento II - Evolução do Preço Médio das Ações – Profissional de Mercado (N = 51)	91
Figura 14: Experimento II - Evolução do Preço Médio das Ações - Feminino (N = 58).....	92
Figura 15: Experimento II - Evolução do Preço Médio das Ações - Masculino (N = 102)	93

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Características da Divulgação das Categorias de Pesquisa envolvendo Modelos de <i>Disclosure</i>	33
Quadro 2: Hipóteses Operacionais e Resultados do Experimento I – Análise Geral	65
Quadro 3: Hipóteses Operacionais e Resultados do Experimento I – Análise Estratificada.....	81
Quadro 4: Hipóteses Operacionais e Resultados do Experimento II – Análise Geral.....	86
Quadro 5: Hipóteses Operacionais e Resultados do Experimento II – Análise Estratificada	99

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Perfil dos Respondentes do Experimento I: Gênero e Idade.....	55
Tabela 2: Perfil dos Respondentes do Experimento II: Gênero e Idade	58
Tabela 3: Experimento I - Estatística Descritiva – Análise Geral (N = 116).....	61
Tabela 4: Experimento I - Diferença Estatística entre os preços da ação da empresa de um momento para outro – Análise Geral (N = 116).....	63
Tabela 5: Experimento I - Estatística Descritiva – Análise Estratificada por Tipo de Respondente (N = 116)	68
Tabela 6: Experimento I - Diferença Estatística entre os preços da ação da empresa de um momento para outro – Análise Estratificada por Tipo de Respondente (N = 116).....	69
Tabela 7: Experimento I - Estatística Descritiva – Análise Estratificada por Gênero (N = 116)	74
Tabela 8: Experimento I - Diferença Estatística entre os preços da ação da empresa de um momento para outro – Análise Estratificada por Gênero (N = 116)	75
Tabela 9: Experimento I - Estatística Descritiva – Análise Estratificada por Idade (N = 116) ...	78
Tabela 10: Experimento I - Diferença Estatística entre os preços da ação da empresa de um momento para outro – Análise Estratificada por Idade (N = 116)	80
Tabela 11: Experimento II - Estatística Descritiva – Análise Geral (N = 160)	83
Tabela 12: Experimento II - Diferença Estatística entre os preços da ação da empresa de um momento para outro – Análise Geral (N = 160).....	84
Tabela 13: Experimento II - Estatística Descritiva – Análise Estratificada por Tipo de Respondente (N = 160)	88
Tabela 14: Experimento II - Diferença Estatística entre os preços da ação da empresa de um momento para outro – Análise Estratificada por Tipo de Respondente (N = 160).....	89
Tabela 15: Experimento II - Diferença Estatística entre os preços da ação da empresa de um momento para outro – Análise Estratificada por Gênero (N = 160)	95
Tabela 16: Experimento II- Estatística Descritiva – Análise Estratificada por Idade (N = 160).	96
Tabela 17: Experimento II - Diferença entre os preços da ação de Beta e Alfa em cada momento – Análise Estratificada por Idade (N = 160)	97
Tabela 18: Experimento II - Diferença Estatística entre os preços da ação da empresa de um momento para outro – Análise Estratificada por Idade (N = 160)	98

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	14
1.1 Justificativa e Problemática.....	14
1.2 Hipótese de Pesquisa	18
1.3 Objetivos	19
1.3.1 Objetivo Geral	19
1.3.2 Objetivos Específicos	19
1.4 Relevância da Pesquisa	19
2 REFERENCIAL TEÓRICO	21
2.1 Assimetria Informacional, Seleção Adversa e Sinalização	21
2.2 Objetivos da Contabilidade e a Contabilidade Comportamental	25
2.3 Teoria da Divulgação (<i>Theory of Disclosure</i>)	30
2.4 Limitações do Pressuposto da Racionalidade Ilimitada e Efeito Formulação.....	35
3 METODOLOGIA	40
3.1 Desenho do Experimento	41
3.2 Hipóteses Operacionais	48
3.3 População e Amostra.....	49
3.4 Coleta e Análise de Dados.....	51
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	54
4.1 Perfil dos Respondentes	54
4.1.1 Perfil dos Respondentes – Experimento I	54
4.1.2 Perfil dos Respondentes – Experimento II.....	57
4.2 Análise dos Preços das Ações – Experimento I	60
4.2.1 Análise Geral.....	60
4.2.2 Análise Estratificada por Tipo de Respondente, Gênero e Idade.....	66
4.3 Análise dos Preços das Ações – Experimento II.....	81
4.3.1 Análise Geral.....	82
4.3.2 Análise Estratificada por Tipo de Respondente, Gênero e Idade.....	87
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	100
REFERÊNCIAS	103
APENDICE A	109
APENDICE B.....	114

1 INTRODUÇÃO

1.1 Justificativa e Problemática

O objetivo da Contabilidade é fornecer informações úteis e relevantes sobre o patrimônio das organizações auxiliando seus diversos usuários (investidores, instituições financeiras, credores em geral, etc.) em decisões econômicas de investimento e financiamento (FASB, 2010; CPC, 2011). A informação contábil afeta as expectativas e crenças dos indivíduos, mantendo ou corrigindo-as, e, conseqüentemente, impactando seu comportamento (BEAVER, 1998; HARTONO, 2004).

No ambiente corporativo, a importância da Contabilidade se justifica, principalmente, diante do contexto de assimetria informacional, onde as informações relevantes não são igualmente conhecidas por todos os usuários. Por exemplo, gestores em geral estão mais bem informados sobre o desempenho futuro das entidades do que investidores ou outros usuários externos (SALOTTI; YAMAMOTO, 2005). Assim, a Contabilidade é um meio de reduzir a assimetria informacional, a partir da evidenciação de informações (DYE, 2001), através de demonstrativos, relatórios, notas explicativas dentre outras formas de comunicação entre a empresa e o ambiente externo.

Diante da importância da evidenciação de informações por parte das organizações, alguns trabalhos (ver, por exemplo, DYE, 1985, 2001; VERRECCHIA, 1983, 2001; MURCIA et al. 2010) foram desenvolvidos no sentido de estudar as conseqüências do *disclosure* sobre variáveis empresariais importantes como custo de capital e preço de ações. Também investigaram quais deveriam ser as informações a serem divulgadas, bem como o melhor formato, buscando a eficiência no processo de divulgação, uma vez que produzir e evidenciar informações contábeis tem um custo (VERRECCHIA, 2001).

Alguns são os benefícios referendados na literatura da Teoria da Divulgação Voluntária sobre um melhor nível de evidenciação por parte das entidades. Eccles et al. (2001¹ apud LIMA, 2007), através de pesquisa qualitativa realizada com investidores institucionais e analistas, elencam os cinco maiores benefícios de um melhor *disclosure*: aumento da credibilidade dos gestores; mais investidores de longo prazo; maior

¹ ECCLES, R. G. et al. *The valuereporting revolution: moving beyond the earnings game*. PricewaterhouseCoopers. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2001.

monitoramento por parte dos analistas; diminuição do custo de capital, acessando novos capitais; e melhor avaliação do preço das ações.

O desencadeamento lógico que sustenta a Teoria da Divulgação parte da premissa de que empresas com maiores níveis de *disclosure* não têm nada a esconder, ao contrário, apresentam resultados positivos que devem ser divulgados. Dessa maneira, o risco associado a entidade (incerteza quanto aos resultados futuros) seria minimizado pela sua transparência e preocupação com usuários externos (maior nível de evidenciação), reduzindo-se também o custo de capital (que é o retorno exigido pelos investidores/credores) das organizações.

A relação inversa entre nível de *disclosure* e custo de capital foi constatada em diversas pesquisas (ver BOTOSAN, 1997; SENGUPTA, 1998; BOTOSAN; PLUMLEE, 2001; HAIL, 2002; CHEN et al., 2003; NAKAMURA et al., 2006; e LIMA, 2007).

Quanto a avaliação do preço das ações, as expectativas de retorno seriam maximizadas à medida que mais divulgação sinaliza para bons resultados e menos risco. Handa e Linn² (1993 apud HAIL, 2002) explicam que o investidor bayesiano atribuiu maior risco sistemático aos ativos com menos informação (*disclosure* pobre) em relação a outros ativos os quais se tem mais conhecimento disponível (alto nível de *disclosure*). Como consequência, ativos com menor nível de *disclosure* tendem a apresentar menor demanda e serem avaliados a menor preço quando comparados com ativos com maior nível de *disclosure*.

Dentro dos estudos referentes ao processo de evidenciação, atenção considerável deve ser dada aos achados de pesquisas realizadas por Kahneman e Tversky – K&T (1979, 1984) referente ao *formulation effect*, ou efeito formulação. Segundo K&T, a decisão das pessoas pode ser influenciada por diferentes formas de divulgação de um mesmo resultado ou contexto, sem que ocorra, necessariamente, a supressão ou distorção de informações. Isso acontece porque os agentes econômicos não são possuidores da racionalidade econômica ilimitada como presumido pela Hipótese de Mercado Eficiente (HME), pilar do modelo das Finanças Moderna (SHLEIFER, 2000). Em outras palavras, os indivíduos não conseguem processar de forma ótima toda informação disponível, seja por limitação na capacidade de avaliar probabilidades ou pelo custo envolvido na análise de todas as informações (SIMON, 1956; ALDRIGHI, MILANEZ, 2005).

Diante das evidências contra um comportamento totalmente racional, a utilização de alguns recursos na divulgação de informações pode ter impactos significativos na percepção dos indivíduos. Por exemplo, o *layout* utilizado no *disclosure* das empresas pode ser

² HANDA, P.; LINN, S. Arbitrage pricing with estimation risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 28, n. 1, p. 81-100, 1993.

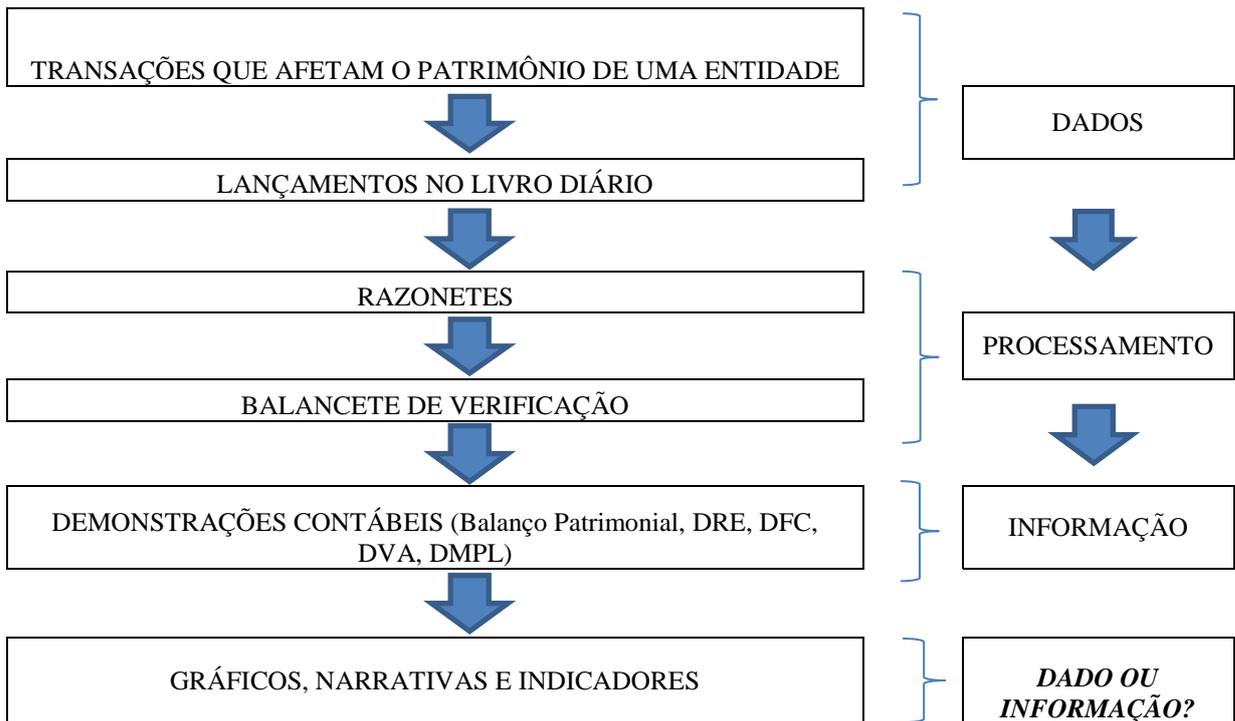
importante, uma vez que a apresentação de números em gráficos pode ser mais esclarecedora e inteligível. Os gráficos proporcionam melhor compreensão das informações quando comparados a textos escritos, uma vez que melhor ilustram tendências e evoluções (HOFFJAN; SCHMITTING, 2003).

Um amontoado de números pode ser menos claro e inteligível do que uma narrativa sobre as metas e desempenhos de uma entidade, principalmente quando o tempo para a análise e decisão é reduzido. As informações econômico-financeiras podem ser melhor compreendidas, ou causar mais impacto, no processo de avaliação quando acompanhadas de textos ou gráficos que auxiliem seu entendimento. A maneira como esses textos são estruturados também pode impactar a percepção dos indivíduos (efeito formulação).

Nesse contexto é interessante enfatizar uma questão: uma empresa que evidencia informações contábeis de forma mais enfática, seja pelo uso de narrativas, figuras ou indicadores econômico-financeiros referentes a pontos já evidenciados em demonstrações contábeis, apresenta mais informações e, conseqüentemente, melhor nível de *disclosure*? Pela teoria da racionalidade econômica ilimitada (*homo economicus*), os indivíduos são capazes de processar as informações disponibilizadas sempre da melhor forma possível, independente de terem sido evidenciadas em números, textos, gráficos ou quocientes. O que afetaria suas expectativas seria nova informação, e não uma nova divulgação daquelas já conhecidas com outro formato.

Nesse momento, é precípua discutir a diferença entre informação e dado. Nesse estudo, entende-se como dado um registro puro, ainda não processado e interpretado, sem sentido ou significado quando tomado isoladamente. A informação, por sua vez, é entendida como aquilo que agrega valor (que faz sentido) para o indivíduo que a recebe, impactando suas expectativas sobre determinado objeto. Trata-se de dados processados, analisados e interpretados, compreensíveis para quem os recebe, e relevante para suas decisões, presentes ou futuras.

A contabilidade organiza, resume e evidencia todas as transações que afetam o patrimônio de uma entidade, registrando e processando uma grande quantidade de dados, que isolados não auxiliam o processo decisório. Estes são resumidos em métricas importantes a partir da elaboração das demonstrações contábeis que evidenciam informações para avaliações econômico-financeiras, tais como: total de ativos e passivos e sua composição, resultados operacionais e líquidos, fluxos de caixa operacional, de investimento e financiamento, valor econômico adicionado e sua distribuição, etc. O processo contábil pode ser resumido conforme figura 1.

Figura 1: Resumo do Processo Contábil

Fonte: Elaboração Própria

A priori, a apresentação em gráficos, indicadores e narrativas das informações divulgadas nas demonstrações contábeis (ativo, passivo, PL, resultado econômico, fluxo de caixa, valor adicionado, etc.) não se configuraria como nova informação (algo novo, ainda desconhecido e que poderia impactar as expectativas dos indivíduos), e sim uma divulgação adicional das mesmas informações utilizando-se de outros recursos/formatos: um dado.

Todavia, frente ao contexto de limitações humanas no processo decisório, principalmente, no tocante ao processamento ótimo de todas as informações disponíveis, é possível que a divulgação adicional utilizando-se de outros formatos de apresentação resulte numa melhor interpretação dos eventos, ou destaque um contexto que tenha passado despercebido numa análise inicial, ou simplesmente exerça impacto na percepção dos indivíduos quanto ao nível de *disclosure* da entidade por acreditarem que novas informações estariam sendo divulgadas. Se for esse o caso, essa divulgação adicional agregaria valor para os indivíduos, caracterizando-se como “nova informação”, uma vez que reduziria a incerteza no processo decisório, afetando suas avaliações e conseqüentemente aumentando a qualidade das decisões, seja porque torna a informação mais clara, ou porque sinaliza a preocupação da empresa em ser mais transparente.

Assim, a evidenciação complementar de informações contábeis utilizando-se de recursos textuais e gráficos seria interpretada como informação adicional que afeta a

percepção dos indivíduos sobre o nível de *disclosure* da empresa. Isto é, empresas que divulgam informações contábeis associadas com análises pontuais podem ser vistas como apresentando um maior nível de *disclosure*, sinalizando melhor desempenho, uma vez que “não têm nada a esconder”.

Diante da relevância da informação contábil para a redução da assimetria informacional, da existência de evidências de que a maneira como elas são apresentadas pode impactar a percepção dos indivíduos sobre o nível de evidenciação de uma empresa, e dos possíveis benefícios provenientes de um melhor *disclosure*, esta pesquisa se propõe responder ao seguinte questionamento: **um *disclosure* corporativo englobando, além das demonstrações contábeis em seu formato tradicional, a divulgação adicional das informações com o uso de recursos textuais e/ou gráficos impacta a percepção dos indivíduos sobre o nível de *disclosure* de uma entidade, afetando, assim, suas avaliações?**

1.2 Hipótese de Pesquisa

A partir da Teoria da Divulgação, proposta por Dye (2001), e das evidências contrárias à racionalidade ilimitada dos agentes econômicos, fundamentada nesse estudo principalmente pelo efeito formulação (K&T, 1979 e 1984), pode-se inferir que a percepção dos indivíduos sobre o nível de divulgação de informações pode ser impactado pela forma como as informações são apresentadas e detalhadas o que, conseqüentemente, poderá afetar o processo de avaliação dos indivíduos.

Partindo-se do pressuposto de que os indivíduos não conseguem processar de forma otimizada todas as informações apresentadas no formato das diversas demonstrações contábeis (apresentam racionalidade limitada), a divulgação adicional sobre algumas variáveis importantes – como nível de endividamento e rentabilidade já presentes nas demonstrações contábeis, mas sem nenhuma ênfase – com uso de narrativas e gráficos pode ser interpretado pelo analista como informação adicional. Por sua vez sua percepção sobre o nível de *disclosure* da empresa pode ser alterada fazendo com que ele, conseqüentemente, reveja (ou confirme) suas expectativas/estimativas sobre o risco e o desempenho das entidades, conforme destacado em diversos trabalhos (BOTOSAN, 1997; SENGUPTA, 1998; BOTOSAN; PLUMLEE, 2001; HAIL, 2002; CHEN et al., 2003; NAKAMURA et al., 2006; e LIMA, 2007; HANDA; LINN, 1993 apud HAIL, 2002).

Assim, a hipótese de pesquisa que orienta esse estudo é: **os indivíduos interpretam a divulgação adicional de informações contábeis sob outros formatos de apresentação**

como nova informação, de forma que empresas que utilizam em seu *disclosure* corporativo, além das demonstrações contábeis em seu formato tradicional, recursos textuais e/ou gráficos são avaliadas como tendo melhor nível de *disclosure* e, conseqüentemente, têm maior valorização de suas ações.

1.3 Objetivos

Definido o problema de pesquisa, bem como a hipótese do estudo, os objetivos principal e específicos podem ser descritos e apresentados.

1.3.1 Objetivo Geral

- Analisar se um *disclosure* corporativo englobando, além das demonstrações contábeis em seu formato tradicional, a divulgação adicional das informações com o uso de recursos textuais e/ou gráficos impacta a percepção dos indivíduos sobre o nível de *disclosure* de uma entidade, afetando, assim, suas avaliações.

1.3.2 Objetivos Específicos

- Avaliar a capacidade dos indivíduos participantes do estudo de processamento de toda informação disponível num determinado momento.
- Verificar se a divulgação adicional das informações contábeis sob outro formato de apresentação (gráficos e textos explicativos) é considerada pelos indivíduos como nova informação.
- Investigar se a divulgação adicional das informações contábeis, através de narrativas e gráficos, afeta diferentemente a percepção sobre o nível de *disclosure* de discentes, docentes e profissionais de mercado; homens e mulheres; ou indivíduos jovens e mais experientes.

1.4 Relevância da Pesquisa

De acordo com Healy e Palepu (2001), o *disclosure* e suas conseqüências econômicas (redução do custo de capital e valorização de ações) apresentam-se como um rico campo para

investigação empírica. Verrecchia (2001) já enfatizava que pesquisas envolvendo *disclosure* no contexto de mercado de capitais vinham ganhando proeminência da literatura contábil. Desde então estudos importantes foram desenvolvidos sobre a temática (ver, por exemplo, BOTOSAN; PLUMLEE, 2001; HAIL, 2002; CHEN et al., 2003; NAGAR; NANDA; WYSOCHI, 2003; ARYA; MITTENDORF, 2005; EINHORN, 2007; HEITZMAN; WASLEY; ZIMMERMAN, 2009).

Conforme Chang et al. (2002), estudos sobre a relação entre informações contábeis e avaliação de ativos podem ter implicações importantes para contadores e empresas no tocante à uma melhor evidenciação/apresentação dessas informações para os tomadores de decisão. A relevância desse estudo se dá por direcionar-se a área de divulgação financeira e seu impacto sobre as avaliações dos indivíduos.

Portanto, acredita-se que os resultados desta pesquisa poderão contribuir para um melhor processo de evidenciação pela Contabilidade, maximizando interesses tanto dos gestores como dos usuários externos. Se a forma de apresentação das informações contábeis (demonstrações contábeis associadas a textos e gráficos) pode influenciar as expectativas e crenças dos agentes econômicos, resultando em diferentes avaliações, os gestores podem tornar os relatórios e demonstrativos divulgados ao público mais atrativos, incorporando características que são mais valorizadas pelos indivíduos. Ou seja, a divulgação detalhada de informações pode ser utilizada pelas empresas como uma estratégia empresarial para se diferenciar de outras entidades, minimizando os efeitos da seleção adversa e melhorando o entendimento das informações contábeis.

Outro fato está em poder afetar positivamente a percepção dos indivíduos sobre o nível de *disclosure* a um custo mínimo (ou zero). Existem alguns recursos linguísticos e gráficos que podem ser empregados para enfatizar os resultados numéricos evidenciados por uma empresa, tornando as informações econômico-financeiras mais úteis para o processo decisório. Complementar as demonstrações contábeis com relatórios de análise mais claros e inteligíveis devido ao uso de textos explicativos, gráficos e indicadores sobre desempenho de uma entidade, principalmente quando o tempo para a análise e decisão é pequeno, implicará em custos mínimos para a entidade, uma vez que a informação-base já foi produzida e já está disponível.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Assimetria Informacional, Seleção Adversa e Sinalização

Os argumentos a favor de um maior nível de evidenciação de informações por parte das empresas têm como pressuposto básico a existência de assimetria informacional entre gestores (bem informados) e agentes externos (menos informados do que os gestores), resultando em implicações significativas na política de *disclosure* adotada pelas organizações. Dessa forma, é importante definir assimetria informacional, entendendo sua origem, suas formas, bem como os métodos para eliminar/reduzi-la.

O contexto de assimetria informacional foi bem especificado no trabalho seminal de Akerlof (1970) que desenvolveu uma teoria para tentar explicar a grande diferença de preço percebida entre carros novos e carros usados. Segundo Akerlof (1970), quando um indivíduo compra um carro novo, que pode ser de boa ou má qualidade (este último chamado carro “limão”, nos EUA), ele não sabe que tipo de veículo está comprando. Entretanto, por ser novo, a probabilidade de ser um carro bom (q) é superior a probabilidade de que seja um carro “limão” ($1-q$).

Passado um período de tempo após a aquisição do carro novo, o proprietário tem uma ideia melhor e mais precisa da qualidade do seu carro (se é um “limão” ou não). Essa estimativa atual é bem mais acurada do que a estimativa inicial (quando da compra do carro). Assim, fica claro o porquê de um carro usado não poder ter o mesmo valor de um carro novo, pois se assim o fosse seria mais vantajoso negociar um carro “limão” pelo preço de um carro novo e comprar um carro novo com alta probabilidade (q) de ser um bom carro e baixa probabilidade ($1-q$) de ser um carro ruim (AKERLOF, 1970). Em suma, como a probabilidade de comprar um carro “limão” é bem maior no mercado de usados, uma vez que os compradores não têm nenhuma garantia/informação sobre a qualidade, é evidente que esse risco é transferido para o preço do produto, reduzindo-o significativamente.

Caso o proprietário deseje vender seu carro usado, ele terá mais conhecimento sobre a qualidade do automóvel do que os potenciais compradores, desenvolvendo-se, assim, uma assimetria na informação disponível (AKERLOF, 1970). Ou seja, numa determinada situação, alguns agentes econômicos, no caso os vendedores dos carros usados, possuem mais informação do que outros (os compradores) tendo com isso uma vantagem na transação.

A assimetria informacional ocorre num relacionamento bilateral onde uma das partes contrata outra para realizar algum tipo de ação ou tomar alguma decisão. O contratante é

denominado de principal, enquanto o contratado de agente. Ambos podem ser indivíduos, instituições ou organizações. O objetivo do contrato é que o agente realize ações (sendo pago para isso) que resultem na maximização do resultado do principal (MACHO-STANDLER, PEREZ CASTILHO, 2008). A relação entre um plano de saúde (ou outro tipo de seguro) e seus segurados; os acionistas de uma organização e seus administradores; entre investidores e empresas no momento da compra de ações são alguns exemplos desse contrato.

Todavia, uma característica inerente a esse tipo de relacionamento é que os objetivos do agente podem ser conflitantes com aqueles do principal (teoria da agência). Assim, é precípuo que o principal tenha informações relevantes sobre os agentes. Todavia, sabe-se que o acesso a toda informação relevante é impossível, uma vez que aspectos comportamentais estão envolvidos na contratação. Assim, um indivíduo pode ter vantagem informacional sobre outro. Isto é, ter determinado conhecimento que o outro ignora (MACHO-STANDLER, PEREZ CASTILHO, 2008). Trata-se da assimetria informacional definida por Birchler e Büttler (2007) como a diferença de informações entre as partes (principal e agente).

Segundo Macho-Standler e Perez Castilho (2008) existem dois tipos de problemas envolvendo assimetria informacional: risco moral e a seleção adversa. Nos casos de risco moral, os participantes (principal e agente) possuem as mesmas informações quando o contrato é estabelecido. Após a formalização do relacionamento, o principal não tem como observar ou verificar as ações (esforço) do agente; ou, no mínimo, o principal não pode controlar perfeitamente o comportamento do agente. A assimetria informacional acontece depois da contratação. Uma forma de mitigar o risco moral é através do desenho de contratos onde o mecanismo de pagamento ao agente esteja vinculado ao esforço do mesmo na execução de suas atividades. Os incentivos são outra forma de estimular o agente e minimizar os problemas com o risco moral.

Ainda conforme Macho-Standler e Perez Castilho (2008), na seleção adversa, o agente é a única parte informada, isto é, detém informação privilegiada antes do relacionamento se formalizar. A assimetria informacional acontece antes do contrato e essa ausência de informação por parte do principal pode resultar em uma estimativa adversa, que não maximiza sua utilidade esperada, conduzindo-o a uma decisão equivocada.

Definindo mais precisamente o assunto, Pindyck e Rubinfeld (2010) afirmam que o problema da seleção adversa surge no momento que ativos com qualidades distintas são vendidos pelo mesmo preço, uma vez que compradores e vendedores não estão suficientemente informados para determinar a qualidade real de cada um no momento da compra.

Akerlof (1970) ao apresentar o funcionamento do mercado de venda de carros usados, constatou a seleção adversa. Como exposto anteriormente, esse mercado é composto pelos vendedores (agente) que detém mais informações a respeito dos veículos do que os compradores (neste caso, principal) e por produtos de boa qualidade e de qualidade inferior (esses últimos denominados de “carros limão”). Em seu paper, Akerlof (1970) – considerando que os compradores sabem da existência de carros de qualidade distintas e que, dessa forma, têm a necessidade de escolher o melhor produto pelo melhor preço – afirma que carros bons e carros “limões” são vendidos pelo mesmo preço no mercado de usados, pois como não existem, a priori, informações disponíveis sobre a qualidade dos automóveis torna-se impossível para os compradores diferenciá-los.

Como consequência da atribuição de um preço único (que provavelmente é um preço médio) pelos compradores, os valores dos “carros limões”, de qualidade inferior, tendem a reduzir o preço dos carros de boa qualidade, ou seja, carros ruins serão superavaliados (pois seu valor justo é menor que o preço médio), enquanto bons carros serão subavaliados (pois seu valor justo é superior à média). Em outras palavras, a ausência de informação por parte do principal pode resultar em uma estimativa equivocada dos valores dos carros bons e “limões”, conduzindo-o a uma seleção adversa.

Assim pode ocorrer no mercado financeiro. Exemplificando o caso no ambiente corporativo, Salotti e Yamamoto (2005, p.41) afirmam que “assimetria informacional refere-se à diferença entre a informação detida pela gerência e aquela divulgada para o mercado”. Assim, de acordo com o conceito de seleção adversa, se, em um determinado momento, os agentes econômicos não conseguirem inferir com certa razoabilidade qual o desempenho futuro das empresas, eles tenderão a utilizar um preço médio para todas as entidades. Isso implica em subavaliação do preço das ações de empresas com boas perspectivas futuras (maior valor) e superavaliação das ações de entidades com perspectivas ruins (menor valor), levando os investidores a uma possível seleção adversa (escolha que não maximiza seus resultados).

Como destacam Stiglitz e Weiss (1981) e Schmidt et al. (2005), existem dois mecanismos para mitigar a seleção adversa: a sinalização e o *screening* (varredura). A sinalização refere-se à emissão de sinais pelo agente que detém a informação desconhecida para a parte ignorante. Antes da assinatura do contrato, o agente pode enviar um sinal (algum tipo de decisão ou comportamento que revele suas características) que é observado pelo principal e pode influenciar sua percepção sobre ele. Por sua vez, a varredura ocorre quando o principal utiliza de mecanismos para coletar informações desejadas.

Num contexto onde os investidores (principal) têm dificuldade de determinar a exata situação da firma, a qualidade dos investimentos e os riscos contratados, a informação tem papel primordial para o mercado de capitais. Ela está relacionada com um conjunto de variáveis que podem ser verificáveis num relacionamento contratual, reduzindo as incertezas e auxiliando na melhor decisão. As ações dos gestores (agente), comunicadas através de informações, é examinada e avaliada como sinais. São exemplos o nível de endividamento, a política de dividendos, o nível de governança corporativa, dentre outros (MACHO-STANDLER, PEREZ CASTILHO, 2008).

A interpretação de sinais pelos investidores pode ocorrer não somente quando a empresa divulga informação, mas também quando não divulga. Segundo Einhorn (2007), compradores racionais interpretam informações retidas como más notícias sobre o ativo que está sendo negociado e por isso descontam o preço que estariam dispostos a pagar pelo ativo até que a informação seja divulgada, por mais que ela seja desfavorável.

Um comprador racional pode interpretar informação não divulgada como uma informação desfavorável sobre o valor ou qualidade de um ativo, o que produz uma revisão para baixo deste, isto é, uma estimativa equivocada. Por exemplo, uma empresa com ótimas perspectivas financeiras deve divulgar em detalhes suas projeções, o que será interpretado pelos analistas como uma confirmação das boas expectativas, mantendo ou aumentando o valor da entidade. Entretanto, caso ela não divulgue tais informações, o mercado pode interpretar que essa retenção sinaliza previsões pessimistas, resultando numa avaliação adversa da entidade. Ou seja, o valor das suas ações irá cair até que a informação seja evidenciada (SALOTTI; YAMAMOTO, 2005).

A divulgação da maior quantidade possível de informações por parte das entidades poderia permitir aos analistas avaliar melhor o desempenho esperado das firmas e corrigir de forma mais coerente suas expectativas traduzidas nos preços atribuídos às ações. Corroborando essa afirmação, Birchler e Büttler (2007, p. 274), destacam que, no contexto de assimetria da informação, “ter mais informações é sempre melhor do que não ter”.

Segundo Akerlof (1970), a distinção da qualidade boa da ruim é inerente ao mundo dos negócios. Um maior nível de evidenciação de informações auxiliaria os indivíduos a diferenciar boas e más empresas, minimizando os efeitos da seleção adversa, uma vez que as empresas são heterogêneas e os gestores possuem mais informações sobre seu desempenho futuro do que os *stakeholders*. Assim, divulgar mais informações poderia ser utilizado pelas entidades como estratégia de diferenciação no mercado.

2.2 Objetivos da Contabilidade e Contabilidade Comportamental

O objetivo da divulgação financeira é fornecer informação útil sobre as empresas para investidores atuais e potenciais e demais credores que tomam decisões sobre o fornecimento de recursos para as entidades. Essas decisões compreendem compra, venda, manutenção de ações e títulos de dívida, o fornecimento ou liquidação de empréstimos ou outras formas de crédito (FINANCIAL ACCOUNTING STANDARD BOARD – FASB³, 2010).

Conforme Healy e Palepu⁴ (2001, p.406), “a demanda por relatórios financeiros e divulgação surge da existência da assimetria informacional e do conflito de agência entre gestores e investidores externos”. Num mercado financeiro onde os investidores (principal) possuem menos conhecimento sobre a situação econômico-financeira das organizações do que os gestores (agente), a informação contábil tem papel precípua para o mercado de capitais, a medida que um maior nível de evidenciação contábil reduz a assimetria informacional (VERRECCHIA, 2001; HEALY; PALEPU, 2001) conduzindo a decisões mais eficientes.

Elaborado a partir do *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements* do *International Accounting Standard Board* (IASB), corroborando, assim, com aquela entidade, o Pronunciamento Técnico do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC 26, 2011), afirma que “o objetivo das demonstrações contábeis é o de proporcionar informação acerca da posição patrimonial e financeira, do desempenho e dos fluxos de caixa da entidade que seja útil a um grande número de usuários em suas avaliações e tomada de decisões econômicas”.

A partir das definições apresentadas pelos organismos reguladores contábeis citados anteriormente sobre os objetivos da Contabilidade é possível perceber uma convergência no entendimento das entidades sobre um ponto fundamental: o fornecimento de informações úteis na tomada de decisões e avaliações econômicas dos usuários.

O processo decisório consiste em escolher, dentre as alternativas apresentadas, aquela que melhor satisfaça os interesses do tomador da decisão. Essa escolha é fortemente influenciada pelas expectativas e crenças do indivíduo sobre um assunto, que, no campo de decisões econômicas, são moldadas ou impactadas por informações contábeis. Para Beaver, (1998), as crenças dos investidores representam um elemento crítico no processo de avaliação

³ *The objective of general purpose financial reporting is to provide financial information about the reporting entity that is useful to existing and potential investors, lenders, and others creditors in making decisions about providing resources to the entity. Those decisions involve buying, selling, or holding equity and debt instruments and providing or setting loans and other forms of credit.*

⁴ *Demand for financial reporting and disclosure arises from information asymmetry and agency conflicts between managers and outside investors.*

de alternativas, tendo as informações contábeis a função de influenciá-las, de forma a impactar o comportamento desses usuários no processo de tomada de decisão.

Dentro desse contexto, percebe-se que a Contabilidade não apresenta apenas um papel de facilitador da tomada de decisão, mas também apresenta uma função de influenciar nas decisões, uma vez que as informações contábeis afetam as crenças do tomador de decisão sobre as consequências de suas ações, afetando suas escolhas.

Alguns exemplos disponíveis na literatura especializada sobre informações contábeis e processo decisório ilustram como a informação contábil pode trazer consequências sobre as crenças e comportamentos dos usuários contábeis, sejam eles externos ou internos.

Os trabalhos seminais de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968), tidos como revolucionários para a pesquisa contábil por adotarem a metodologia positiva, inicializaram os estudos sobre a relação entre informações contábeis e preço de ações. Ball e Brown (1968), analisando a relação entre lucro contábil anormal e preço das ações, encontraram evidências empíricas que o preço dos títulos é influenciado por informações contábeis. Já Beaver (1968) constatou que os preços e volume de títulos negociados são impactados por informações contábeis na semana em elas são divulgadas.

Jensen e Meckling (1976) argumentam que práticas de divulgação voluntária de informações contábeis podem reduzir as incertezas (percepção de risco) dos investidores/credores, proporcionando reduções significativas em custos contratuais, à medida que habilitam a organização a atrair fundos a custos mais reduzidos. Corroborando essa afirmação, Sengupta (1998) detectou que empresas com maior nível de *disclosure* apresentam menor custo de capital de terceiro. Botosan (1997) e Botosan e Plumlee (2001) constataram essa relação em empresas norte-americanas; Hail (2002) em organizações suíças; Chen et al. (2003), em companhias asiáticas; e Lima (2007) e Nakamura et al. (2006) no mercado brasileiro. Maior *disclosure* significa mais transparência e, conseqüentemente, mais detalhamento e conhecimento sobre as organizações, minimizando, assim, a percepção do risco dos investidores.

Uma pesquisa realizada por Jonpson (2006) mostrou que os padrões contábeis internacionais (IFRS) mudaram a percepção da maioria dos gestores de fundos na Europa sobre a atratividade das empresas, afetando suas decisões de investimentos. Outro estudo mostrou que a ordem com que informações contábeis (como dividendos e lucros) são anunciadas impacta o valor dos ativos por alterar as crenças e expectativas dos investidores (HARTONO, 2004).

Beaver (1998) enfatiza que as informações contábeis possuem consequências macroeconômicas significantes, influenciando, por exemplo, no risco agregado e na alocação de risco entre os indivíduos; na alocação de recursos entre as firmas, dentre outros. Para ele, os relatórios contábeis impactam sobremaneira o comportamento no processo de tomada de decisão dos negócios, do governo, sindicatos, investidores e credores.

Um exemplo da influência de procedimentos contábeis no comportamento de tomadores de decisão pode ser visualizado na recente crise financeira *subprime*, que trouxe para o centro dos debates políticos a contabilização a valor justo. De acordo Laux e Leuz (2009), em momentos de expansão (*booms*), o *fair value* pode induzir a crise, uma vez que ativos superavaliados geram ganhos não realizados e, conseqüente, distorção nos resultados, fazendo com que os participantes do mercado fiquem eufóricos trazendo expansão quando a necessidade é de prudência. Em momentos de crise (retração) pode acabar por potencializá-la, pois ativos subestimados provocam perdas não realizadas que também distorcem os resultados, aumentando o pânico e o pessimismo entre os investidores e gerando ainda mais retração, através da redução do crédito, por exemplo.

Na área gerencial, informações contábeis influenciam as ações dos gestores. A Hipótese do Plano de Incentivo destaca que os administradores de empresas que são recompensados por atingirem os resultados desejados, normalmente mensurados por indicadores contábeis, usarão frequentemente métodos contábeis que aumentem o resultado do período. Ainda de acordo com essa hipótese, administradores prestes a se aposentar estão menos dispostos a gastar com *P&D* quando submetidos a um sistema de recompensas baseado em lucros (LEWELLEN et al. 1987).

Pesquisa realizada por Jackson (2008) examinou se a escolha feita pela empresa entre o método de depreciação acelerada e linear influencia as decisões dos gestores sobre os investimentos de capital. Sob a perspectiva normativa, as escolhas realizadas pela empresa para divulgação externa são irrelevantes para as decisões de investimento de capital (ver JACKSON, 2008). Todavia, acadêmicos têm especulado que a escolha sobre o método de depreciação pode influenciar aquelas decisões (DEARDEN, 1960; HATFIELD, 1944).

Jackson (2008) identificou quatro fatores, baseados nas teorias contábil e da psicologia, que podem explicar a relação de por que a depreciação acelerada provavelmente pode ser associada com maiores níveis de investimento de capital do que a depreciação linear: *Loss Aversion*, *Earnings Consequences*, *Perceived Utility* e *Waste Avoidance*. Todas essas razões estão baseadas nas teorias do comportamento individual e são derivadas de

observações de que, em algum ponto durante a vida do ativo depreciável, a depreciação acelerada resulta num valor contábil menor do que utilizando a depreciação linear.

Conforme o primeiro fator, com a utilização do método de depreciação linear, os ativos são mais propensos a resultar em perdas financeiras quando substituídos do que os ativos com depreciação acelerada, pois o valor contábil por depreciação linear será maior do que por depreciação acelerada. Por apresentarem aversão a perdas (para mais detalhes ver KT, 1979), os gestores podem tentar atrasar o reconhecimento de perdas através do uso do ativo existente ao invés de investir na sua substituição. A noção de que os gestores acham desagradável se desfazer de um ativo com perdas tem sido expressa por décadas (HATFIELD, 1944; DEARDEN, 1960).

De acordo com a segunda razão, consequências sobre o resultado, a depreciação acelerada (por significar menor valor contábil do que o observado com a depreciação linear) produz efeitos mais positivos (ou menos negativos) sobre os resultados, quando comparados com ativos depreciados linearmente, no momento de sua substituição.

Existe um corpo crescente de evidências que afirmam que considerações sobre os lucros podem influenciar a decisão dos gestores. Por exemplo, Graham et al. (2005) evidenciaram que gestores vêm o lucro por ação como a métrica-chave para o público externo, mais até do que fluxos de caixa; os gestores estão interessados em atingir ou superar as metas de lucro; que eles evitariam iniciar um projeto com valor presente líquido positivo se isso reduzir os lucros esperados; e que mais de 3/4 (78% dos 421 CFO's por eles pesquisados) desistiriam do valor econômico em troca de lucros regulares (constantes).

Para Bhojraj e Libby (2005), a pressão do mercado de capitais pode resultar em escolhas, por parte dos gestores, de projetos que maximizem os lucros de curto-prazo ao invés de projetos que maximizem o fluxo de caixa total. Bushee (1998), Dechow e Sloan (1991) e Shehata (1991) afirmam que considerações sobre o lucro podem influenciar investimentos de *P&D* nas firmas, uma vez que esses gastos são reconhecidos em sua totalidade no resultado do período de competência, reduzindo o respectivo lucro.

Ainda conforme Bushee (1998), Dechow e Sloan (1991) e Shehata (1991), não atingir os lucros planejados pode ser interpretado pelo mercado como sinal de que a empresa apresenta problemas não divulgados ou falta de acurácia nas previsões da entidade (gestão pobre e incerta). Os gestores acreditam que a não obtenção de metas de lucro ou evidenciar lucros voláteis reduz a previsibilidade do lucro, que por sua vez reduz o preço das ações, pois investidores e analistas não gostam de incerteza.

Um terceiro motivo que pode explicar a relação entre o método de depreciação e o nível de investimento de capital encontra respaldo no fato de que o montante do valor contábil evidenciado de um ativo pode influenciar na percepção de sua utilidade no futuro para os gestores. Ativos com elevado (baixo) valor contábil podem ser percebidos como sendo capazes de fornecer maior (menor) utilidade no futuro e são, por isso, menos (mais) prováveis de serem substituídos. Nesse contexto, a depreciação linear também pode conduzir a erros na alocação de recursos. Equipamentos sem valor contábil podem sugerir que eles precisam ser substituídos, quando, de fato, apresentam considerável valor de mercado. Complementando, Jackson (2008) afirma que ativos depreciados linearmente são percebidos como sendo capazes de fornecer maior utilidade no futuro do que ativos com depreciação acelerada, o que pode influenciar negativamente a decisão de substituição dos gestores.

A quarta e última razão elencada por Jackson (2008) é que um ativo com elevado valor contábil pode causar nos gestores a percepção de que eles estão tendo um comportamento dispendioso na substituição desse ativo. Evidências empíricas corroboram essa hipótese: Arkes e Blumer (1985) e Arkes (1996) evidenciaram que indivíduos acham desagradável não utilizar totalmente aquilo que compraram (*waste avoidance*); Heath e Fennema (1996) concluíram que consumidores podem usar excessivamente um produto para sentirem que obtiveram o valor com ele gasto; e Okada (2001) constatou que o alto valor contábil de um ativo pode resultar no adiamento de sua substituição, enquanto baixo valor contábil pode promover a troca.

Analisando 48.591 empresas norte-americanas durante 19 anos, Jackson (2008) constatou que o uso do método de depreciação acelerada (linear) estava relacionado com maiores (menores) investimentos de capital (coeficiente do indicador “empresa usa depreciação acelerada” - significativamente positivo e representativo). Percebeu também, nos últimos 20 anos, uma “migração” nas empresas do método de depreciação acelerada para linear. E que depois da mudança, menores investimentos de capital foram evidenciados.

A constatação dos efeitos provocados pela Contabilidade, através das suas demonstrações e relatórios, no comportamento e crença dos usuários de informações contábeis – alguns exemplificados nos parágrafos anteriores – originou uma explosão de pesquisas sobre o que se denominou de Contabilidade Comportamental (BAMBER, 1993). Segundo Birnberg e Shields (1989), pesquisas dessa área (*Behavioral Accounting Research – BAR*) utilizam teorias e metodologias das ciências comportamentais para estudar a associação entre a informação contábil e o comportamento humano.

Hofstede e Kinard (1970, p. 43) definem⁵ a Contabilidade Comportamental como “o estudo do comportamento dos contadores e não contadores que são influenciados pelas funções e demonstrações contábeis”.

Segundo Bamber (1993), a análise das pesquisas sobre *Behavioral Accounting* permite identificar três grandes áreas de concentração: (1) o julgamento e processo decisório dos contadores, (2) a influência da função contábil no comportamento e (3) a influência da informação contábil sobre o julgamento e a tomada de decisões dos usuários da Contabilidade. Esta tese, de acordo com o problema de pesquisa e objetivos propostos, está alicerçada nesse último pilar dos estudos de Contabilidade Comportamental.

Para Chang et al., (2002) pesquisas envolvendo a influência de informações contábeis no processo avaliativo dos usuários dessas informações são importantes para a Contabilidade, uma vez que podem tornar mais eficiente o *disclosure* corporativo.

2.3 Teoria da Divulgação (*Theory of Disclosure*)

Segundo Murcia et al. (2010, p.1), *disclosure* pode ser definido como o “ato de divulgar, disseminar expor, revelar, isto é, tornar evidente, público”, sendo caracterizado no âmbito empresarial como divulgação de informações sobre a empresa e estando intimamente ligado com o conceito de transparência.

Healy e Palepu (2001) destacam a importância do *disclosure* por parte das organizações afirmando que se trata de um fator crítico para o funcionamento de um mercado de capitais eficiente. Destacam ainda, que essa evidenciação de informações pode ocorrer tanto pela exigência de entidades reguladoras (demonstrações contábeis, notas explicativas, relatório da administração, etc.); voluntariamente, através da divulgação de previsões dos gestores, balanço social e sites; como também através de instituições especializadas, como analistas financeiros.

Nesse momento é interessante destacar que se entende por *disclosure* o conjunto total de informações evidenciadas por uma empresa, o que engloba tanto aquelas exigidas por lei (*disclosure* compulsório), como também aquelas que, mesmo sem obrigatoriedade legal, são evidenciadas por se entender que são úteis para o processo decisório dos agentes econômicos - *disclosure* voluntário (LIMA, 2007). O que se aplica a esse estudo é o *disclosure* voluntário,

⁵ *Behavioral Accounting research may be defined as the study of the behavior of accountants or the behavior of non-accountants as they are influenced by accounting functions and reports.*

isto é, a divulgação de informações qualitativas ou quantitativas que não estejam expressamente exigidas por lei, mas que é feita de forma discricionária pela entidade.

Para Verrecchia (2001), o papel da evidenciação na Contabilidade é central. Bushman e Smith (2001, p.293; 295; 296) afirmam que a informação contábil das firmas e seus competidores ajudam gestores e investidores a identificar e distinguir entre boas e más oportunidades de investimentos, além de reduzir a seleção adversa.

Nas últimas décadas, a pesquisa sobre *disclosure* em Contabilidade floresceu a partir de vários artigos (ver Verrecchia, 1983; Dye, 1985) que possibilitaram a sistematização de conhecimentos sobre o assunto (Verrecchia, 2001) e que deu origem a uma Teoria da Divulgação Voluntária - *Theory of Voluntary Disclosure* (Dye, 2001).

De acordo com Salotti e Yamamoto (2005, p. 54)

O principal objetivo dessa linha de pesquisa é explicar o fenômeno da divulgação de informações financeiras, a partir de diversas perspectivas, como por exemplo, determinar qual é o efeito da divulgação de demonstrações contábeis no preço das ações, explicar quais as razões econômicas para que determinada informação seja divulgada voluntariamente, etc.

Diversos são os artigos que utilizam em sua plataforma teórica a Teoria da Divulgação. Arya e Mittendorf (2005) analisaram a relação entre divulgação voluntária e efeito manada (*herd behavioral*). Destacam no estudo que embora as empresas não desejem munir seus concorrentes divulgando informações estratégicas, a existência de outras fontes de informação (analistas e mídia) pode influenciar as avaliações dos investidores. Assim, destacam que a entidade pode se beneficiar com a divulgação de informações, guiando a geração e disseminação de informações sobre a entidade por terceiros.

Diamond e Verrecchia (1991) e Kim e Verrecchia (1994) afirmam que o *disclosure* voluntário reduz a assimetria informacional e conseqüentemente os investidores têm mais segurança quanto à ocorrência de transações com as ações da empresa a um “preço justo”, aumentando assim sua liquidez no mercado, o que é corroborado pelas pesquisas de Healy, Hutton e Palepu (1999) e Gelb e Zarowin⁶ (2000 apud HEALY; PALEPU, 2001).

Sengupta (1998), Botosan (1997), Botosan e Plumlee (2001), Hail (2002), Chen et al. (2003), Lima (2007) e Nakamura et al. (2006) concluíram que entidades com maior nível de *disclosure* voluntário apresentam menor custo de capital.

⁶ GELB, D., ZAROWIN, P., 2000. Corporate disclosure policy and the informativeness of stock prices. Working Paper, New York University, New York, NY.

Nagar, Nanda e Wysochi (2003) examinaram a relação entre as práticas de divulgação dos gestores e os incentivos a eles oferecidos baseados no preço das ações, considerando que os gestores possuem informações que os investidores demandam, mas relutam em divulgá-la a menos que tenham os incentivos apropriados. O resultado desse estudo evidenciou que existe uma relação positiva entre o nível de divulgação das empresas e o sistema de compensação oferecido ao CEO's baseado no preço das ações e no valor das ações mantidas por eles.

Einhorn (2007); Heitzman, Wasley e Zimmerman (2009) avaliaram o efeito conjunto da materialidade da informação e das políticas de incentivos para *disclosure* voluntário sobre as decisões de divulgação das entidades. Concluíram que a materialidade da informação (e consequentemente, a obrigatoriedade da evidenciação) tem maior poder explicativo sobre o *disclosure* das empresas do que as políticas de incentivo para o *disclosure* voluntário, que só se apresentam significativas quando existem dúvidas quanto a materialidade da informação.

Por fim, Guidry e Patten (2010), utilizando a justificativa teórica de que o *disclosure* é um instrumento para reduzir a assimetria informacional entre investidores e gestores, realizaram um estudo avaliativo sobre as pesquisas relacionando a teoria da divulgação voluntária e variáveis de controle financeiro, como Q-Tobin, volatilidade do retorno da ação, rentabilidade, alavancagem e tamanho da firma.

Verrecchia (2001) define três categorias principais para as pesquisas sobre divulgação em Contabilidade: Divulgação Baseada em Associação (*association-based disclosure*); Divulgação Baseada em Discrecionabilidade (*discretionary-based disclosure*); e Divulgação Baseada em Eficiência (*efficiency-based disclosure*).

As pesquisas sobre divulgação baseada em associação estão preocupadas em como o *disclosure* está associado, ou relacionado, com as mudanças no comportamento dos investidores (mudanças, ou interrupções, nas suas atividades). Nesse tipo de estudo, a divulgação já ocorreu (*ex post*) e não interessa os motivos que levaram a divulgação, mas sim seu efeito sobre as ações dos investidores (processo exógeno) que buscam maximizar suas riquezas, o que é medido principalmente pela análise dos preços dos ativos e do volume de negociação.

Segundo Verrecchia (2001) um tipo de caracterização do comportamento cumulativo ou agregado dos investidores que é de particular interesse para os estudos baseados em associação refere-se a relação entre o *disclosure* e as mudanças de preços. Sendo assim, o estudo ora desenvolvido enquadra-se nessa classificação, pois busca relacionar a percepção

dos indivíduos sobre o nível de *disclosure* das organizações com mudanças no preço de suas ações.

A segunda categoria de estudos, Divulgação Baseada em Discricionariedade, examina como os gestores/empresas decidem quais informações que eles têm conhecimento serão divulgadas. Nesses estudos, a divulgação também já ocorreu (*ex post*), mas o interesse reside nas razões, incentivos que levaram as organizações/gestores a evidenciar essa ou aquela informação. Foca a discricionariedade do ato, sendo a divulgação tratada como um processo endógeno e o mercado o único e representativo consumidor de informações evidenciadas.

Por fim, pesquisas sobre divulgação baseada em eficiência discutem qual formato de divulgação é preferível na ausência de conhecimento prévio sobre a informação, uma vez que a evidenciação ainda não ocorreu (*ex-ante*). O objetivo aqui é atingir a eficiência máxima na divulgação, através da melhor disposição do processo.

Salotti e Yamamoto (2005, p. 56) resumem de forma bem didática a categorização das pesquisas envolvendo modelos de *disclosure* proposta por Verrecchia (2001), destacando-as quanto ao momento da ocorrência da divulgação e quanto ao tipo de divulgação (quadro 1).

Quadro 1: Características da Divulgação das Categorias de Pesquisa envolvendo Modelos de *Disclosure*

Categorias de Pesquisa	Características da Divulgação	
	Momento da Ocorrência da Divulgação	Processo de Divulgação
Associação	<i>ex post</i>	exógeno
Discricionariedade	<i>ex post</i>	endógeno
Eficiência	<i>ex ante</i>	não aplicável

Fonte: Salotti e Yamamoto (2005, p. 56)

Verrecchia (2001) enfatiza que essa classificação é útil para fins didáticos, todavia, ela não é estanque. Ou seja, para entender como o *disclosure* afeta o comportamento dos agentes econômicos (*association-based disclosure*) é necessário entender o motivo da existência desse processo (*efficiency-based disclosure*). Os incentivos que levam os gestores a decidir quais informações divulgar (*discretionary-based disclosure*) estão associados a como essas informações afetam o comportamento dos investidores e, conseqüentemente, o valor da firma. Em fim, elas são dependentes e complementares.

Para Verrecchia (2001) ainda não existe uma teoria da divulgação completa e unificada, mas sim modelos isolados que buscam examinar pequenas partes do grande quebra-

cabeça que é o *disclosure*. Entretanto, Dye (2001, p. 184) discorda ⁷, afirmando que existe sim uma teoria que subsidia o *disclosure* voluntário, baseada num caso especial da teoria dos jogos e que apresenta a seguinte premissa central: “qualquer entidade que contemple a possibilidade de evidenciar uma informação divulgá-la-á se for favorável à entidade, mas não a divulgará se ela for desfavorável para entidade”.

Nesse momento, é importante explicitar alguns conceitos relacionados à teoria dos jogos. Mas-Colell, Whinston e Green⁸ (1995, p.219 apud SALOTTI, YAMAMOTO, 2005) conceituam claramente jogo, definindo-o como uma representação formal de um contexto onde indivíduos interagem objetivando maximizar suas próprias riquezas. O alcance dessa meta não depende apenas da ação individual de cada participante, mas das decisões dos outros indivíduos envolvidos (interdependência estratégica) e que determina a ação a ser executada.

Aplicando esse conceito ao contexto empresarial, Salotti e Yamamoto (2005) destacam que o processo de divulgação pode ser descrito como um jogo composto de dois jogadores (firma / gestores *versus* investidores) não cooperativo (cada jogador deseja maximizar sua própria riqueza) e sequencial (jogador executa a sua ação após a execução da ação do outro jogador). Os investidores avaliam o desempenho e risco das entidades e, conseqüentemente, tomam suas decisões com base nas informações evidenciadas pelas empresas (pesquisas baseadas em associação); e as empresas determinam quais informações divulgar e quando divulgar com base nas reações dos investidores (pesquisas baseadas em discricionariedade).

Dye (2001) demonstra três exemplos onde essa teoria pode ser aplicada de forma a interpretar a ausência de divulgação ou, o que é mais comum, de um *disclosure* incompleto: um vendedor de carros que exalta a confiabilidade de um veículo, mas não menciona nada sobre seu desempenho; o caso de alguém cujo currículo parece extraordinário, exceto pela lacuna de quinze anos existente entre o colégio e a faculdade; e uma empresa que, na seção de destaque do seu relatório anual, enfatiza repetidamente seu sucesso em reduzir custos, mas não menciona nada a respeito das suas receitas. Segundo Dye (2001), a teoria permite concluir, no primeiro exemplo, que o desempenho do carro não é bom, pois, se assim o fosse, o vendedor teria um forte incentivo para divulgar informações técnicas sobre o produto que o diferenciaria no mercado. No segundo caso, que a pessoa estava na faculdade, presa, ou que

⁷ *There is a theory of voluntary disclosures. The theory of voluntary disclosures is a special case of game theory with the following central premise: any entity contemplating making a disclosure will disclose information that is favorable to the entity, and will not disclose information unfavorable to the entity.*

⁸ MAS-COLELL, Andreu; WHINSTON, Michael D.; GREEN, Jerry R. *Microeconomic Theory*. New York: Oxford University Press, 1995.

estava envolvida em alguma outra atividade nefasta durante esse intervalo. E que, no último exemplo, o crescimento das receitas da firma foi decepcionante, mesmo antes de examinar a demonstração do resultado da entidade.

Apropriadamente, Dye (2001, p. 185) destaca que “ao aplicar essa premissa para o *disclosure* feito pelos gestores de uma firma, não é sempre que a teoria produz conclusões de que os gestores irão evidenciar informação que aumentam o valor da firma e que irão reter informações que reduzam seu valor”. Aboody e Kaznick⁹ (1999 apud DYE, 2001) afirmam que os gestores podem divulgar informação que reduza o preço das ações da firma e retenham informações que aumentem seu valor, desde que tal comportamento possa reduzir o preço de exercício das opções que lhe foram dadas. Já Liberty e Zimmerman (1986) constataram que más notícias são evidenciadas antes de aquisições ou fusões. Outro ponto é simplesmente que os gestores não sabem como os investidores irão reagir a determinada informação e, assim, não sabem se a evidenciação aumenta o valor da firma; ou porque o valor da firma pode não ser bem definido em determinado momento (DYE, 2001, p. 185).

Mesmo assim, segundo Dye (2001, p. 185), essas situações são coerentes com a teoria da divulgação voluntária, pois o fato de o *disclosure* ser favorável ou desfavorável para empresa que tem o poder de divulgar não é, necessariamente, sinônimo de aumento ou redução no preço das ações devido a evidenciação. Para Dye (2001), trata-se de uma premissa ao mesmo tempo simples e robusta que, uma vez internalizada, afeta a visão de mundo dos indivíduos. Os anúncios são desenhados para vender um produto, um indivíduo, uma empresa, ou uma ideia. Assim, não é difícil perceber que para interpretar apropriadamente esses anúncios se faz necessário conhecer os incentivos para aqueles que fazem a divulgação, como o conjunto de anúncios alternativos que estavam disponíveis, mas que não foram escolhidos.

2.4 Limitações ao Pressuposto da Racionalidade Ilimitada e Efeito Formulação

A maioria dos modelos existentes na literatura de finanças que buscam explicar o processo decisório humano está fortemente embasada no pressuposto da racionalidade ilimitada dos agentes econômicos – *homo economicus* (CASTRO Jr.; FAMÁ, 2002). De acordo com o pressuposto da racionalidade ilimitada, em condições de incerteza, as pessoas processam as informações objetivamente, podendo cometer erros aleatórios (não sistemáticos)

⁹ ABOODY, D., KAZNIK, R. *CEO stock option awards and corporate voluntary disclosure*. Stanford University Working Paper, 1999.

nesse processamento, mas não tendenciosos ou enviesados por emoções, mas que não se mantêm por tempo suficiente. Esses “desvios” dos investidores menos racionais seriam anulados pelos investidores racionais, mantendo-se assim, a eficiência dos mercados e a validade dos modelos modernos de Finanças (ver KAHNEMAN, TVERSKY, 1984; RABELO JUNIOR; IKEDA, 2004; YOSHINAGA et al., 2004; CASTRO Jr.; FAMÁ, 2002).

Conforme Barberis e Thaler (2002), racionalidade significa que os indivíduos atualizam suas crenças corretamente, isto é, de acordo com a Lei de Probabilidades de Bayes; e que suas preferências estão de acordo com a Teoria da Utilidade Esperada (TUE) e seus axiomas (Dominância, Invariância, Cancelamento, Comparabilidade e Transitividade).

Segundo Sobreira e Prates (2004), uma pessoa considerada racional sempre agirá consistentemente com esses axiomas. Por exemplo, “a ordem de preferência entre alternativas não deve depender da maneira como elas são descritas” (axioma da Invariância por KAHNEMAN; TVERSKY, 1984, p. 253); ou se uma opção é preferível à outra em determinado momento, independente de qualquer acontecimento que atinja igualmente as duas opções, essa ordem prevalecerá (axioma do Cancelamento).

O processamento ótimo de toda informação disponível, decisões focadas apenas no valor esperado e na variância desses valores, preferências estáveis, aversão ao risco e a homogeneidade de expectativas são alguns dos comportamentos racionais normatizados (ver HALFELD; TORRES, 2001; CASTRO JUNIOR, FAMÁ, 2002; ALDRIGHI; MILANEZ, 2005).

Contudo, estudos indicam que as pessoas não são totalmente racionais no processo decisório, utilizando-se de recursos simplificadores, denominados heurísticas ou vieses cognitivos (ver BARBERIS; THALER, 2002; YOSHINAGA et al., 2004), e que pode levar a erros sistemáticos. Pesquisas empíricas constataram que as pessoas violam sistematicamente os axiomas da TUE quando escolhem entre alternativas arriscadas (por exemplo, BARBERIS; THALER, 2002; HIRSHLEIFER, 2001), por apresentarem autoconfiança excessiva (*overconfidence*), exageros quanto a otimismo e pessimismo, sobrereação (*underreaction*) às notícias divulgadas no mercado, aversão à perda e ao arrependimento, ancoragem ou outro viés cognitivo identificado pelas pesquisas na área que foca o comportamento e racionalidade do investidor, denominada de Finanças Comportamentais (ver HALFELD; TORRES, 2001; CASTRO JUNIOR; FAMÁ, 2002; YOSHINAGA et al., 2004).

Rabelo Junior e Ikeda (2004, p.101) destacam que para os estudiosos das Finanças Comportamentais é difícil sustentar que os investidores em geral são inteiramente racionais,

uma vez que em algumas situações eles reagem a informações irrelevantes, “negociando boatos ao invés de informação”.

No trabalho seminal sobre processo decisório, e base das Finanças Comportamentais, Kahneman e Tversky (1979) detectaram o que denominaram de *Formulation Effect* (efeito formulação) ou *Framing Dependence*. Eles constataram que a forma como um resultado é apresentado impacta a decisão final dos indivíduos. Isto é, uma situação pode ser colocada ou estruturada de diferentes maneiras e provocar preferências discrepantes (KAHNEMAN, TVERSKY, 1984), o que é inconsistente com o axioma da invariância.

Segundo K&T (1984), o efeito formulação acontece, pois o processo de tomada de decisão é composto de duas fases: edição e avaliação. Na fase inicial, a de edição, uma análise preliminar das alternativas apresentadas é realizada, oferecendo uma representação resumida de cada uma, que objetiva organizar e editar as opções para facilitar a fase subsequente. A etapa de avaliação consiste na ponderação das opções já reformuladas e na escolha daquela que maximize valor. Na primeira fase (edição), as pessoas costumam focar as características que diferenciam as opções, descartando aquelas que são comuns, o que pode ocasionar preferências inconsistentes ou equivocadas na medida em que essa decomposição pode ser feita de várias formas e levando a diferentes escolhas.

Esse achado também tem implicações importantes para a Contabilidade, principalmente no tocante ao processo de evidenciação, uma vez que o processo decisório pode ser influenciado sem a distorção ou supressão de informações, mas somente pela alteração da forma de apresentação (ou contextualização) dos resultados. Nas palavras de Kahneman e Tversky¹⁰ (1984, p.10),

o *Formulation Effect* pode ocorrer fortuitamente, sem a consciência do seu impacto na decisão final, mas também pode ser explorado deliberadamente para manipular a relativa atratividade de uma opção. [...] Como era de se esperar, essas tentativas de influência através do *framing* são comuns no mercado de capitais (tradução livre).

A utilização de métodos diferentes para avaliação de ativos (ver LAUX; LEUZ, 2009); interpretações divergentes sobre o momento de reconhecimento de receitas; ou o reconhecimento (ou não) dos efeitos inflacionários nos demonstrativos contábeis (ver RITTER, 2003) são alguns dos inúmeros exemplos de como um contexto contábil pode ser apresentado de diversas formas, afetando o processo decisório dos usuários.

¹⁰ *Formulation effects can occur fortuitously, without anyone being aware of the impact of the frame on the ultimate decision. They can also be exploited deliberately to manipulate the relative attractiveness of options [...].As to be expected, attempts to influence framing are common in the market place.*

No contexto do *disclosure* corporativo, as evidências sobre a irracionalidade do investidor, ou pelo menos de certa limitação de sua racionalidade econômica (processamento não ótimo de toda a informação disponível e efeito formulação) podem trazer implicações importantes nas políticas de evidenciação adotadas pelas organizações. Hoffjan e Schmitting (2003) e Lima (2007) destacam que o formato utilizado pelas empresas no processo de evidenciação é relevante. Para eles, a análise gráfica de certos números, por exemplo, ilustrando tendências e evoluções, pode ser mais útil do que análises de tabelas.

Os investidores/analistas podem não absorver ou processar totalmente todas as informações financeiras apresentadas sob o formato tradicional das demonstrações contábeis. A elaboração de textos explicativos, utilizando-se dos diversos recursos linguísticos existentes para enfatizar tópicos importantes para o processo de avaliação de empresas (nível de endividamento, rentabilidade, perspectivas futuras de geração de caixa e etc.), apresentando cálculos e interpretações de índices, pode ser bem mais esclarecedora para os analistas do que simplesmente a divulgação “enxuta” das demonstrações contábeis.

Informações importantes podem passar despercebidas diante do amontoado de números e contas apresentadas e bem menos importantes, principalmente quando o tempo de análise é reduzido, pressionando o indivíduo. Além disso, como evidenciado no estudo de Arya e Mittendorf (2005), a empresa, divulgando esses relatórios de análise e enfatizando seus índices mais relevantes, pode se beneficiar por conduzir as demais análises realizadas por outros produtores de informações financeiras, influenciando positivamente as avaliações dos investidores (*herd behavioral*).

Um ponto interessante que surge a essa altura da discussão é se o *disclosure* corporativo englobando, além das demonstrações contábeis em seu formato tradicional, a apresentação dessas informações contábeis utilizando-se de recursos textuais e/ou gráficos pode agregar, de alguma forma, valor para as organizações (aumentar o preço de suas ações, por exemplo).

Como preconizado pela Teoria da Divulgação Voluntária, um maior nível de divulgação de informações minimiza a assimetria informacional e o problema da seleção adversa (BUSHMAN; SMITH, 2001), o que reduz o risco dos investidores, refletindo-se em um menor custo de captação de recursos para a empresa (SENGUPTA, 1998; BOTOSAN, 1997; BOTOSAN; PLUMLEE, 2001; HAIL, 2002; CHEN et al., 2003; LIMA, 2007; NAKAMURA et al., 2006) valorizando suas ações e aumentando sua liquidez (DIAMOND; VERRECCHIA, 1991; KIM; VERRECHIA, 1994).

Sendo assim, se a divulgação adicional de informações contábeis já apresentadas sob o formato tradicional das demonstrações contábeis for interpretado pelos analistas/investidores como “divulgação de nova informação”, sua divulgação pode impactar a percepção dos indivíduos quanto ao nível de *disclosure* da empresa, o que pode exercer algum impacto sobre o preço das ações de uma entidade.

De acordo com a Hipótese de mercado eficiente e seu pressuposto de racionalidade econômica ilimitada, o indivíduo consegue captar toda a informação a ele disponibilizada, independente do formato de apresentação. Assim, a divulgação adicional de informações contábeis já divulgadas utilizando-se de recursos textuais e/ou gráficos não teria nenhum impacto em suas crenças e perspectivas (seria informação já conhecida), sendo tratado como um mero dado, não exercendo nenhuma influência em suas avaliações.

Todavia, considerando que os indivíduos apresentam alguma limitação em seu raciocínio econômico (pressuposto principal das Finanças Comportamentais), não conseguindo processar de forma ótima toda informação disponibilizada nas demonstrações contábeis tradicionais, os textos e gráficos (formas alternativas de divulgação) podem ser considerados como “nova informação”, impactando suas avaliações (efeito formulação).

3 METODOLOGIA DE PESQUISA

Segundo Verrecchia (2001), um tipo de caracterização do comportamento cumulativo ou agregado dos investidores que é de particular interesse para os estudos sobre divulgação baseada em associação refere-se a relação entre evidenciação de informações e as mudanças de preços. Sendo assim, o estudo ora desenvolvido enquadra-se nessa classificação, pois busca relacionar a percepção dos indivíduos sobre o nível de *disclosure* das organizações com mudanças no preço de suas ações.

Segundo Healy e Palepu (2001), uma das maiores limitações envolvendo estudos sobre as consequências do *disclosure* voluntário é exatamente a dificuldade de mensurar a extensão desse *disclosure*. Os estudos vêm usando várias *proxies* para essa variável, incluindo previsões dos gestores (MILLER; PIOTROSKI¹¹, 2000 apud HEALY; PELAPU, 2001), além de medidas construídas pelos próprios pesquisadores tomando como base avaliações subjetivas da quantidade e qualidade de itens divulgados (ver LIMA, 2007; MURCIA, 2010). Outro ponto limitador desse tipo de estudo é não conseguir isolar o efeito do nível de *disclosure* sobre as variações de preço das ações observadas no mercado, expurgando a influência de outras variáveis.

Buscando solucionar as limitações descritas no parágrafo anterior, a metodologia utilizada nesse estudo foi a experimental, envolvendo uma situação hipotética de avaliação de ações, onde os participantes tomassem suas decisões considerando unicamente os dados disponibilizados, de forma a excluir os efeitos de variáveis não objetos do estudo e que poderiam produzir ruídos e, assim, prejudicar a análise dos resultados (MARTINS; THEÓPHILO, 2007).

Métodos experimentais vêm ganhando crescente aceitação como um modo produtivo de conduzir pesquisa em Ciências Sociais. De acordo com Bardsley et al. (2010, p. 1-2) percebe-se, nos último trinta anos, uma mudança revolucionária nos métodos aplicados em estudos econômicos. A ideia de que previsões nas ciências sociais raramente poderiam ser testadas através de experimentos é contraposta por um crescimento explosivo do uso de métodos experimentais, a partir de 1980, por muitos economistas no mundo todo (ver TVERSKY; KAHNEMAN, 1979, 1984; SELTEN et al., 1999; FEHR; GÄTCHER, 2000; GOEREE; HOLT, 2001; MORGAN et al., 2006) . Em 2002, Daniel Kahneman e Verno Smith ganharam o Nobel em reconhecimento ao trabalho pioneiro sobre economia

¹¹ Miller, G., Piotroski, J. The role of disclosure for high book-to-market firms. Unpublished working paper, Harvard University, 2000.

experimental. A linha de pesquisa de Kahneman foca o processo decisório humano em situações de risco, questionando a racionalidade ilimitada dos agentes econômicos. A pesquisa ora realizada enquadra-se na mesma linha de pesquisa desse estudo, o que justifica o uso dessa metodologia.

3.1 Desenho do Experimento

O experimento pode ser dividido em três etapas principais:

1. Simulação de um mercado de capitais, de forma a analisar o processo de precificação de ações de duas empresas, com base em informações econômico-financeiras, em momentos distintos num ambiente controlado.
2. Comparação dos preços médios atribuídos às ações das duas empresas no primeiro momento do experimento, onde a quantidade e formato das informações divulgadas por ambas são iguais.
3. Comparação, após a divulgação adicional por uma das empresas das informações contábeis utilizando recursos textuais e/ou gráficos, do preço médio atribuído a ação da empresa que evidenciou com aquele atribuído a que não o fez.

A simulação do mercado de capitais está dividida em cinco momentos, onde os participantes tiveram que precificar, em cada momento, a ação de duas empresas (aqui denominadas de Alfa e Beta) para um determinado período (30/9/20X1). No momento 1, as duas entidades evidenciam as mesmas informações, utilizando um mesmo formato de apresentação. Entretanto, a cada momento subsequente, uma das empresas, utilizando-se de recursos textuais e gráficos, divulgou análises pontuais referentes às informações apresentadas no primeiro momento. Um esquema resumido do experimento é apresentado a seguir (para mais detalhes ver apêndice A):

- Momento 1: Mesmas informações, utilizando um mesmo formato de apresentação.
- Momento 2: Conjuntura econômica e Perspectivas
- Momento 3: Descrição dos Investimentos
- Momento 4: Nível de Endividamento
- Momento 5: Análise de Desempenho

Propositalmente, as informações contábeis fornecidas no primeiro momento do experimento conduzem a considerações similares sobre o desempenho e perspectivas das duas entidades, isto é, elas apresentam praticamente os mesmos resultados tanto passados como previstos. Isso foi possível, coletando-se informações reais de uma empresa (no experimento, atribuídos a Alfa) e deduzindo destes 5% (valores atribuídos a Beta). Sendo assim, o cálculo de qualquer índice econômico-financeiro conduz exatamente ao mesmo resultado em ambas as empresas: relativamente elas são iguais.

Como incentivo para os respondentes foi dito que aquele que “acertasse”, ou mais se aproximasse, do preço correto de pelo menos uma das ações ganharia um *prêmio social*: em nome dos dois vencedores (ou de um, se o mesmo participante acertar o preço das duas entidades) serão feitas duas doações para a Liga Northeriograndense contra o Câncer no valor de R\$ 250,00 cada uma. Tais recursos serão financiados pelo próprio pesquisador e a entrega da doação documentada, sendo os respectivos comprovantes enviados para os “vencedores”.

Vale destacar que não há uma resposta previamente definida, uma vez que o objetivo do estudo é exatamente captar a percepção dos indivíduos no contexto de avaliação de ativos. Assim, definiu-se como “preço correto” a média obtida para a ação de cada empresa (ou valores mais próximos a essas médias) obtida ao final do experimento. A metodologia para a definição do que se denominou de “preço correto” está fundamentada no conceito estatístico de valor esperado, premissa existente na precificação de ativos no mercado de capitais, onde o preço atribuído a uma ação tende a um valor médio das expectativas (preços atribuídos) dos investidores que transacionam no mercado. Obviamente, essa última informação não foi informada aos respondentes.

Como pode ser observado, o experimento foi desenhado considerando a definição de jogo apresentada por Mas-Colell, Whinston e Green¹² (1995, p.219 apud SALOTTI, YAMAMOTO, 2005): representação formal de um contexto onde indivíduos interagem objetivando maximizar suas próprias riquezas, no caso, ganhar o prêmio. Vencer o “jogo” não depende apenas da ação individual de cada participante, mas das decisões dos outros indivíduos envolvidos.

No primeiro momento, cada participante analisou as informações fornecidas para as duas empresas como ativos e passivos circulantes e não circulantes, patrimônio líquido, receitas bruta e líquida de vendas, lucro operacional e líquido, fluxos de caixa, *Ebitda*, preço das ações em períodos anteriores, previsão de especialistas sobre o preço das ações para o

¹² MAS-COLELL, Andreu; WHINSTON, Michael D.; GREEN, Jerry R. *Microeconomic Theory*. New York: Oxford University Press, 1995.

período em questão, etc. Aos respondentes foi solicitado que avaliassem e precisassem, com base nos dados disponíveis, as ações das duas organizações.

Nos momentos que seguiram a essa primeira precificação, dados que utilizam recursos textuais e/ou gráficos de natureza meramente descritivos e indicadores contábeis, todos baseados nas informações fornecidas no momento 1, foram divulgados por apenas uma das empresas. O intuito é verificar se a percepção dos participantes da pesquisa sobre o nível de evidência das empresas mudaria e, conseqüentemente, suas avaliações, mesmo que nenhuma informação adicional tenha sido fornecida.

O objetivo do experimento é analisar a relação entre a divulgação adicional de informações contábeis com a utilização de recursos textuais e/ou gráficos e a percepção dos indivíduos no tocante ao nível de evidência de uma entidade, que foi mensurado a partir das variações observadas nos preços atribuídos às ações das duas empresas. O foco está no aspecto quantitativo e não qualitativo, isto é, a quantidade de dados divulgados por uma empresa e que, a priori, não representam nova informação (de acordo com o pressuposto da racionalidade econômica ilimitada dos agentes econômicos) quando comparado com o que já foi evidenciado pode ter algum impacto sobre a percepção, expectativas e, conseqüente, avaliação dos indivíduos.

Uma questão-chave desse estudo refere-se exatamente a como afetar a percepção dos participantes sobre o nível de evidência das empresas, sem que haja realmente a divulgação de novas informações. Para atender essa condição, utilizou-se no experimento análises descritivas com recursos textuais e/ou gráficos e indicadores econômico-financeiros sobre informações contábeis anteriormente divulgadas. Assim, não houve necessariamente a divulgação de nova informação, mas sim uma repetição de informações, a priori já conhecidas, que foram evidenciadas de forma diferente. Ou seja, o nível de divulgação de informações das duas empresas, em tese, permaneceu o mesmo. O que mudou foi o emprego de métodos diferentes (gráficos, figuras, narrativas) na divulgação.

Assim, no segundo momento do experimento, “chegou ao mercado nova informação”, divulgada apenas por Beta, referente a uma mensagem da administração aos investidores sobre conjuntura econômica e perspectivas para os próximos meses:

A crise financeira internacional trouxe grandes desafios para todos os empresários do Brasil e do mundo, e, apesar disso, a expansão dos resultados atingida pela Companhia aconteceu com êxito. As condições macroeconômicas atuais são favoráveis ao setor e, nesse cenário promissor, a Companhia manterá seu foco na expansão de sua atividade operacional.

É importante destacar que, com base em análises das informações contábeis presentes e previstas das duas empresas evidenciadas no primeiro momento, ambas as empresas apresentam aumentos significativos em seus resultados. A receita bruta de vendas e serviços, tanto de Alfa quanto de Beta, cresceu 4% do segundo para o terceiro trimestre, o que significa um aumento (expansão) das vendas de quase R\$ 34 milhões. Aumentos ocorridos e previstos no resultado operacional e líquido também confirmam a expansão das atividades. Os investimentos realizados no imobilizado e o caixa consumido nas atividades de investimento também corroboram a informação divulgada, mas serão detalhados no momento 3.

Além disso, foi claramente evidenciado que as empresas são do mesmo setor de atividade. Logo, “as condições macroeconômicas favoráveis” abrirão oportunidades para todo setor, ou seja, tanto para Alfa como Beta e não apenas para uma ou outra empresa.

Em resumo, as considerações feitas servem igualmente para as duas empresas. De acordo com o pressuposto da racionalidade ilimitada dos agentes econômicos, tal informação já está incorporada às crenças dos analistas e não deve ter efeito algum nas suas avaliações. Todavia, o que se busca com essa “informação” é afetar a percepção dos indivíduos sobre o nível de divulgação da empresa Beta. Isto é, mesmo sem agregar nenhuma informação adicional, os indivíduos interpretam o fato de Beta ter se pronunciado e Alfa não, como tendo Beta melhor nível de evidenciação? Para constatar se é isso que realmente acontece, foi pedido aos respondentes que precifiquem novamente a ação das duas empresas após a divulgação da informação “nova”.

Finalizada a avaliação no segundo momento, “nova informação” foi “lançada no mercado”, agora, enfatizando os investimentos realizados pela empresa em seu ativo produtivo e suas consequências sobre seu desempenho econômico, mais uma vez divulgada apenas por Beta:

Do segundo para o terceiro trimestre de 20X1, Beta já investiu mais de R\$ 100 milhões no seu ativo não circulante, sendo R\$ 20 milhões no seu ativo imobilizado. A expansão da capacidade produtiva da empresa já se reflete nos resultados, tanto operacional quanto líquido, que aumentaram 3,8% (mais de R\$ 3,5 milhões) e 9,49% (mais de R\$ 5,2 milhões), do segundo para o terceiro semestre de 20X1, respectivamente. Com seu Plano Estratégico, Beta espera para o quarto trimestre de 20X1 um aumento de aproximadamente 9% na sua Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços.

Partindo da análise dos resultados divulgados pelas empresas e do considerável aumento da capacidade produtiva de ambas (considerações possibilitadas pelos dados do formulário), as duas empresas apresentam estratégias de investimento similares. Vem realizando investimentos significativos em ativos de produção que já afetaram e tendem a afetar ainda mais a capacidade produtiva e, conseqüentemente, seu crescimento. Por exemplo, tanto o imobilizado de Alfa quanto o de Beta, cresceu 2% do segundo para o terceiro semestre de 20X1 (em valores absolutos, significa um aumento de quase R\$ 20 milhões). O aumento percebido no caixa consumido nas atividades de investimento das duas entidades corrobora a constatação: aumento de mais de 200% do segundo para terceiro trimestre do ano. Os aumentos percentuais nos resultados também são idênticos.

Mais uma vez, essa segunda informação é uma análise sucinta sobre investimentos realizados e resultados obtidos e já divulgados, que serve igualmente para as duas entidades e que não deveria impactar a precificação das suas ações. Solicitou-se nova avaliação da ação das duas empresas.

Após a precificação no terceiro momento, outra “nova informação” chegou ao mercado, agora referente ao nível de endividamento das empresas. Mais uma vez, apenas Beta posicionou-se criticamente sobre seu nível de alavancagem financeira, podendo ser interpretado como uma demonstração de interesse em ser transparente para com os participantes do mercado:

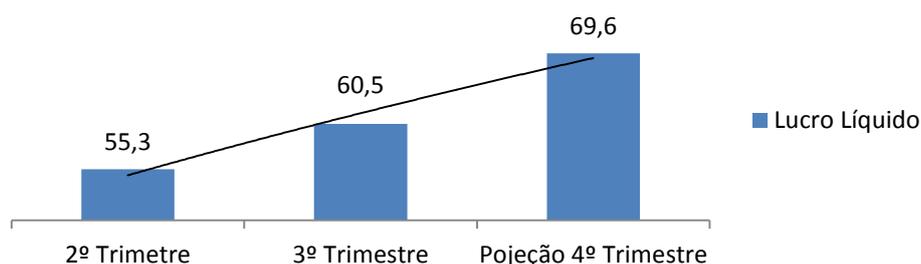
Em 30 de setembro de 20X1, apresentávamos dívida líquida (diferença entre o endividamento financeiro e disponibilidades) de aproximadamente R\$ 126,8 milhões. Nossos Diretores entendem que nossa atual estrutura de capital, mensurada principalmente pela relação da dívida líquida sobre Ebitda (que acumula desde 1/1/20X1 até 30/09/20X1, R\$ 339,1 milhões), apresenta hoje níveis conservadores de alavancagem. Em 30 de setembro de 2009, apresentávamos uma relação entre dívida líquida e Ebitda de 0,3739X.

Apesar do aumento do índice “relação capital de terceiro/capital total” que passou de 31,5% no segundo trimestre para 35% no terceiro trimestre, a empresa apresenta predominância significativa de fonte de recursos próprios, o que minimiza o risco da entidade. Tanto o índice de imobilização de recursos permanentes quanto o de dependência financeira da organização mantiveram-se estáveis (0,6 e 0,3, respectivamente em 30/6/20X1 e 30/9/20X1), o que evidencia o equilíbrio financeiro da instituição e uma maior garantia para os credores pelo maior uso de recursos próprios.

Novamente, a análise dos indicadores econômico-financeiros das duas empresas permite inferir que tanto Alfa quanto Beta apresenta praticamente o mesmo nível de endividamento, isto é, níveis conservadores de alavancagem financeira e equilíbrio financeiro (capital de longo prazo é mais que suficiente para financiar os ativos de longo prazo, estando o excedente financiando o capital circulante e contribuindo para folga financeira da empresa). Se os agentes econômicos são possuidores de racionalidade ilimitada, sendo capazes de processar de forma ótima toda informação disponível, eles não deveriam ser afetados por essa informação uma vez que ela pode ser extraída dos demonstrativos evidenciados no primeiro momento e que são comuns as duas empresas. Após receberem a informação sobre o endividamento, foi pedido aos participantes da pesquisa que procedam à nova avaliação.

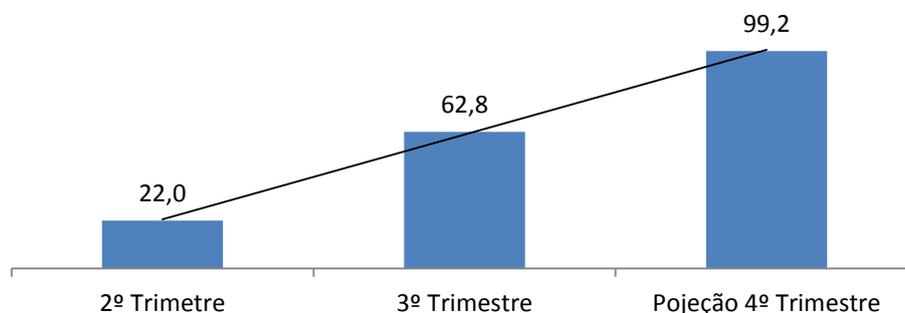
No quinto e último momento do experimento, finalizadas as precificações do momento anterior, uma última informação, agora sobre análise de desempenho de Beta, foi divulgada no mercado. Mais uma vez Alfa não divulgou nenhum comentário sobre o item. Beta destacou:

Encerramos o terceiro trimestre de 20X1 com um lucro líquido de R\$60,5 milhões, aumentando esse resultado em quase 10% em comparação com o lucro líquido de R\$55,3 milhões do segundo trimestre do mesmo ano. É esperado para o último trimestre do ano (1/10/20X1 a 31/12/20X1) um aumento de 15% nesse indicador, o que significa um lucro líquido de aproximadamente R\$ 69,6 milhões. Os resultados econômico-financeiros demonstram que, no cenário competitivo, Beta continua a tendência de crescimento, o que pode ser melhor ilustrada pelo gráfico a seguir.



Também é esperado para o último trimestre de 20X1 aumento de 50% no fluxo de caixa operacional. A evolução desse indicador pode ser visualizada no gráfico a seguir:

Fluxo de Caixa Operacional - em milhões de reais



Todos os percentuais de crescimento divulgados por Beta são idênticos aos obtidos por Alfa (análise das informações disponíveis no formulário), evidentemente sem o refinamento textual e gráfico utilizado por Beta. Mesmo com diferença nos valores absolutos (os montantes de Beta são menores do que os evidenciados por Alfa), os dados plotados em um gráfico para as duas empresas demonstram evolução similar para os indicadores relatados. Depois da divulgação dessa última informação, solicitou-se, pela última vez, que os respondentes revissem suas crenças e expectativas e reavaliassem o preço para a ação de Alfa e Beta.

Resumindo o experimento ora descrito, a partir da análise das informações contábeis apresentadas no momento inicial pelas duas empresas (mesmo nível de divulgação), é possível concluir que as duas empresas apresentam o mesmo desempenho econômico-financeiro, tanto no primeiro quanto no último momento. Beta, divulgando em momentos subsequentes notas sobre o seu desempenho com uma roupagem mais sofisticada através do uso de recursos linguísticos e gráficos, destaca-se apenas pela redundância, não apresentando, a priori, nenhum novo elemento.

Como o experimento utiliza nomes fictícios para as empresas, eliminado assim, julgamentos preexistentes, e cada um dos cinco momentos foi avaliado separadamente, é possível isolar o efeito da divulgação adicional das informações contábeis com o uso de gráficos e textos explicativos sobre a percepção do *disclosure* e no processo de avaliação dos participantes, uma vez que esse é o único elemento diferenciador das duas entidades.

3.2 Hipóteses Operacionais de Pesquisa

Partindo do arcabouço teórico sobre assimetria informacional que afirma que a divulgação de uma maior quantidade de informações é uma forma de mitigar a seleção adversa e impacta a avaliação dos ativos em questão, as hipóteses secundárias (operacionais) de pesquisa a serem testadas são:

H_{IA} : No momento 1, o preço médio de Alfa não é estatisticamente diferente do preço médio de Beta.

H_{IB} : A discrepância entre os preços da ação de Beta e Alfa aumenta a cada momento do experimento.

H_{IC} : No momento 5, o preço médio de Alfa é estatisticamente menor que o de Beta.

H_{ID} : a avaliação de Alfa no momento 5 é estatisticamente menor do que a avaliação realizada no momento 1.

H_{IE} : a avaliação de Beta no momento 5 é estatisticamente maior do que a avaliação realizada no momento 1.

De acordo com os conceitos evidenciados no referencial teórico, quando os indivíduos não conseguem perceber diferenças entre as qualidades dos ativos que estão avaliando, a tendência é que eles atribuam um preço médio, dentre os valores possíveis, para ambos. No

primeiro momento, Alfa e Beta apresentam o mesmo nível de evidenciação de informações e resultados presentes e previstos praticamente idênticos. Qualquer que sejam esses preços é possível inferir que não existe diferença significativa entre os valores atribuídos à ação das duas empresas (H_{IA}).

Entretanto, a divulgação de dados adicionais por Beta, mesmo sendo descrições detalhadas do que já foi evidenciado, pode impactar a percepção dos indivíduos sobre seu nível de evidenciação (transparência), valorizando a ação da empresa que “mais divulga”, diferenciando-a significativamente da entidade que não divulga. Seguindo esse raciocínio espera-se que a discrepância entre os preços de Alfa e Beta aumente a cada “nova informação” divulgada, à medida que a imagem de Beta como mais transparente ou mais preocupada com os *stakeholders* possa impactar positivamente seu valor (H_{IB}), até que no quinto e último momento o preço médio atribuído a Alfa (empresa com menor nível de *disclosure*) seja inferior ao atribuído a Beta, entidade com maior nível de divulgação (H_{IC}), confirmando que a divulgação adicional das informações contábeis sob outro formato de apresentação (gráficos e textos explicativos) é considerada pelos indivíduos como nova informação.

Além disso, pressupõe-se que existe diferença estatística entre os preços atribuídos tanto a Alfa quanto a Beta no primeiro e quinto momentos, uma vez que inicialmente a percepção dos respondentes sobre as duas empresas é, em média, similar. No entanto, as expectativas podem ser alteradas (confirmadas ou corrigidas) a cada momento. No último momento do experimento, o preço médio de Alfa (Beta) provavelmente é menor (maior) do que o atribuído no momento 1, devido as atualizações das expectativas sobre a qualidade dos ativos realizadas pelos “agentes econômicos” (H_{ID} e H_{IE}). Se essa situação for observada nos resultados é possível inferir que os indivíduos participantes do estudo não conseguiram captar/processar todas as informações disponíveis no momento 1, pois se assim tivessem feito, perceberiam que se trata das mesmas informações apresentadas sobre outro formato e não teriam suas avaliações diferenciadas no primeiro e quinto momentos.

3.3 População e Amostra

Como descrito em cada etapa do experimento, as “informações adicionais” evidenciadas por Beta (Alfa, na versão modificada do experimento) já estão disponíveis no momento 1 e podem ser atribuídas a qualquer uma das empresas. Em outras palavras, as informações são tratadas, dando-lhes um toque mais rebuscado a partir da utilização de

recursos textuais e/ou gráficos, assim como a evidenciação de alguns indicadores econômico-financeiros, facilmente calculáveis para um agente econômico com razoável conhecimento. Para atingir essa última condição, participaram da pesquisa docentes e discentes dos cursos de Administração e Ciências Contábeis do Brasil e profissionais com essas formações.

Esses grupos foram selecionados devido ao conhecimento e domínio que devem apresentar sobre análises econômico-financeiras e informações contábeis. A ideia é a de que se esses indivíduos, cujo assunto é mais familiar, tiverem sua percepção sobre o nível de *disclosure* de uma empresa afetada pela divulgação adicional de informações contábeis (isto é, apresentarem limitações no processamento ótimo das informações disponíveis e forem impactados simplesmente pelo uso de recursos textuais e/ou gráficos), as demais pessoas, com menor conhecimento econômico-financeiro, também o serão.

O método adotado no estudo envolve uma situação hipotética que, para K&T (1979) apresenta-se como um dos procedimentos mais simples e objetivos de investigar questões teóricas. Seu uso baseia-se na suposição de que as pessoas sabem como elas se comportariam em situações reais de decisão, não tendo razões para diferenciá-las de suas preferências reais. Contextos hipotéticos fornecem evidências sobre o comportamento humano (KAHNEMAN; TVERSKY, 1979). Todavia, essa metodologia possui algumas limitações, relacionadas, principalmente, à generalização dos resultados (KAHNEMAN, TVERSKY, 1979). Os trabalhos seminais que utilizaram essa metodologia para estudar o processo de tomada de decisão tomaram por base o seguinte quantitativo amostral: Kahneman e Tversky (1979), 100 respondentes; e Kahneman e Tversky (1984), 200. No Brasil, Kimura, Basso e Krauter (2006) replicaram os experimentos de K&T com uma amostra de 189 participantes.

Para minimizar a limitação de generalização dos resultados, buscou-se envolver no experimento o maior número de profissionais possível. Todavia, essa condição gerou duas significantes preocupações: (1) como contatar os indivíduos selecionados? E (2), por se tratar de um experimento, como operacionalizar sua aplicação para tantos respondentes, de forma que ele não perca as suas características essenciais?

Solucionando a primeira questão foram enviados e-mails a coordenadores e professores dos cursos de graduação e pós-graduação em Administração e Ciências Contábeis de todo o país, utilizando-se o cadastro da ANPAD (Associação Nacional de Pós Graduação e Pesquisa em Administração, disponível no site da entidade), da AnpCONT (Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis), e de listas disponibilizadas pelas coordenações dos respectivos cursos nos sites das Universidades. No total foram enviados 2.136 e-mails para docentes.

Com relação aos discentes, o experimento foi enviado para 1.058 alunos do curso de Administração e 876 de Ciências Contábeis da UFRN, cujas listas foram disponibilizadas pelas coordenações. Obtiveram-se respostas de discentes de outras instituições e localidades, uma vez que foi solicitado aos docentes que encaminhassem o experimento para seus alunos e contatos que se enquadrassem no perfil do estudo.

Inicialmente, buscou-se o contato dos analistas de mercado junto a Associação Nacional dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais – Apimec. Todavia, a lista não pode ser disponibilizada devido a confidencialidade das informações. Solicitou-se, então, que o experimento fosse enviado pela própria Apimec a seus associados. Mais uma vez não se obteve cooperação. Nas palavras da presidente da Associação em 21 de maio de 2012: “Salientamos que a Apimec é entidade autorreguladora da atividade do analista de valores mobiliários e como tal, não podemos enviar pesquisa aos regulados, somente enviamos assuntos pertinentes à supervisão”.

O contato de profissionais de mercado foi conseguido, então, com o Conselho Regional de Contabilidade do RN (CRC-RN), que enviou o experimento para todos os seus registrados. Também participaram do estudo profissionais de outras localidades, uma vez que os docentes disseminaram o estudo, enviando-o para seus contatos.

Um ponto a ser destacado nesse tipo de pesquisa refere-se à dificuldade de avaliar percepção e julgamento devido à falta de disponibilidade e cooperação dos indivíduos. Foram contatados diretamente mais de 4.000 pessoas, entre docentes, discentes e profissionais de mercado. Destes, aproximadamente 900 abriram e começaram a responder os experimentos. Entretanto, apenas 276 indivíduos concluíram todas as fases de avaliação e que representam a amostra desse estudo. Como se vê, trata-se de uma amostragem não probabilística por acessibilidade. Faz-se mister enfatizar uma importante limitação desse tipo de amostragem: impossibilidade de mensurar com precisão a variabilidade amostral e, conseqüentemente, estimar o erro amostral. Isso impede que qualquer inferência estatística seja feita para a população (generalização dos resultados). Dessa forma, os resultados obtidos nesse estudo só se aplicam a amostra analisada.

3.4 Coleta e Análise de Dados

Para operacionalização do experimento para tantos indivíduos utilizou-se as funções e ferramentas disponíveis no site <https://pt.surveymonkey.com>. Trata-se de um ambiente virtual para coleta de dados que auxilia no desenvolvimento e coleta de formulários e questionários

eletrônicos. O experimento não foi presencial, uma vez que os indivíduos receberam, via e-mail, as instruções para participação e acesso ao formulário do estudo.

Para garantir a essencialidade do experimento e sua amplitude, os cinco momentos foram descritos no *software* como páginas. Na primeira página (*Momento 1*) foram evidenciadas as informações contábeis das duas empresas (formulário). O respondente teve de precificar as ações com base nas informações disponíveis naquele momento. Efetivada a avaliação, a segunda página (*Momento 2*) é carregada e aberta com a “nova informação” divulgada por uma das empresas. O participante pôde rever ou manter sua avaliação inicial, precificando a ação das duas organizações novamente.

Um ponto a destacar é que, uma vez finalizada a avaliação em qualquer momento, o respondente não tem como retornar para alterá-la. Por exemplo, após a divulgação da informação no momento 2, o participante não pôde alterar o preço atribuído no momento 1. Tal procedimento garantiu que as informações sobre o preço das duas ações em cada um dos cinco momentos não fossem violadas, o que é precípuo para análise dos resultados. Finalizado o experimento, as respostas foram enviadas para uma base de dados, onde a qualquer momento pode ser acessada pelo pesquisador. O incentivo social oferecido aos participantes e descrito anteriormente é outra forma de influenciar positivamente o comportamento dos respondentes para que participem com seriedade e entusiasmo.

Também foram coletadas informações sobre o perfil dos respondentes, de forma que os dados coletados também foram categorizados por cidade, idade, gênero, ser o respondente docente, discente ou profissional de mercado, instituição de origem (pública ou particular), titulação, etc. Dessa forma, foi possível verificar se esses grupos apresentam resultados divergentes daqueles encontrados na análise geral, ou seja, se os resultados podem ser, de alguma forma, influenciados por essas variáveis.

Para testar as hipóteses elencadas anteriormente foi preciso determinar a média dos valores atribuídos às duas empresas em cada momento. Também foi necessário comparar essas médias e verificar se elas são estatisticamente diferentes (ou não). Para isso recorreu-se ao *p-value* do teste *t-student* para amostras relacionadas, uma vez que: a) comparou-se as médias das duas variáveis (preços atribuídos à Alfa e Beta) de um mesmo grupo; e b) essas duas variáveis foram medidas antes e depois de uma intervenção (informação adicional divulgada).

A tabulação e análise dos dados, bem como os testes estatísticos foram realizados com a utilização do *software* SPSS – *Statistical Package for the Social Sciences*.

Para relatar se os achados são significativos ou não significativos, o nível de significância adotado nas análises foi de 5%, de forma a equilibrar as possibilidades de se cometer os erros Tipo I (rejeitar a hipótese nula quando ela é verdadeira) e Tipo II (não rejeitar a hipótese nula sendo ela falsa).

Outro ponto que merece consideração é que, apesar de relativamente iguais, Alfa apresenta valores absolutos maiores que os de Beta, uma vez que os valores desta foram obtidos a partir dos daquela, conforme explicado anteriormente. Essa diferença nos valores absolutos (maior ativo, maior lucro líquido, maior fluxo de caixa, etc.) entre as entidades pode impactar a avaliação dos respondentes provocando maior valorização da ação de Alfa na primeira avaliação. Diante da possibilidade de algum viés nos resultados – uma vez que pode ser interpretado que Alfa já apresenta alguma vantagem em relação a Beta no primeiro momento – metade dos respondentes participou do experimento como descrito no apêndice A e a outra metade recebeu um formulário invertido: os dados que antes eram apresentados por Alfa no momento 1 foram atribuídos a Beta e vice-versa, o que se denominou de **versão modificada do experimento**.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A análise dos Resultados está dividida em três partes. Inicialmente descreve-se o perfil dos participantes da pesquisa, tanto do Experimento I quanto do Experimento II. A segunda parte contempla os resultados obtidos para o Experimento I, realizando-se, primeiramente, a análise geral dos dados e, posteriormente, análises estratificadas por tipo de respondente, gênero e idade a fim de verificar se algumas dessas variáveis influenciam o padrão de comportamento observado na análise geral. Por fim, são apresentados os resultados obtidos para a versão modificada do experimento, intitulada de Experimento II, tanto de maneira geral como estratificados.

4.1 Perfil dos Respondentes

Como descrito na metodologia de pesquisa, esse estudo considerou como válidos apenas os experimentos completamente respondidos, o que significa a precificação das ações das duas empresas em todos os cinco momentos. Sendo assim, foram analisadas as avaliações de 276 indivíduos: 97 discentes (35%), 108 docentes (39%) e 71 profissionais de mercados (26%) de diversos estados do Brasil. 116 participaram do Experimento I e 160 responderam a versão modificada denominada de Experimento II, conforme tabelas 1 e 2. Para melhor compreensão do perfil dos indivíduos que participaram do estudo, a análise foi categorizada, levando em consideração o tipo de experimento respondido. Sendo assim, apresenta-se primeiro a descrição dos participantes do Experimento I e em seguida a do Experimento II.

4.1.1 Perfil dos Respondentes - Experimento I

Como pode ser observado na tabela 1, dos 116 participantes do Experimento I, 42 (36%) são discentes dos cursos de Administração e Ciências Contábeis, 54 (47%) são professores desses cursos e 20 (17%) são profissionais de mercado. Entre discentes, docentes e profissionais de mercado a maioria dos respondentes é do gênero masculino (61,9% ou 26; 64,8% ou 35; e 14 ou 70%, respectivamente). No tocante à idade, a maior parte dos discentes tem entre 19 e 24 anos (54,8% ou 23). A maior parte dos Docentes e Profissionais de Mercado se enquadra na faixa etária entre 37 e 42 anos (35,2% ou 19, e 30% ou 6, respectivamente).

Tabela 1: Perfil dos Respondentes do Experimento I: Gênero e Idade

Experimento I			Idade					Total
			19 a 24 anos	25 a 30 anos	31 a 36 anos	37 a 42 anos	Acima de 42 anos	
Discente	Gênero	Frequência	9	4	2	1	0	16
		% dentro	56,3%	25,0%	12,5%	6,3%	,0%	100,0%
		Gênero						
		% dentro Idade	39,1%	66,7%	25,0%	33,3%	,0%	38,1%
		% do Total	21,4%	9,5%	4,8%	2,4%	,0%	38,1%
	Masculino	Frequência	14	2	6	2	2	26
		% dentro	53,8%	7,7%	23,1%	7,7%	7,7%	100,0%
		Gênero						
		% dentro Idade	60,9%	33,3%	75,0%	66,7%	100,0%	61,9%
		% do Total	33,3%	4,8%	14,3%	4,8%	4,8%	61,9%
	Total	Frequência	23	6	8	3	2	42
		% dentro	54,8%	14,3%	19,0%	7,1%	4,8%	100,0%
Gênero								
% dentro Idade		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
% do Total		54,8%	14,3%	19,0%	7,1%	4,8%	100,0%	
Docente	Gênero	Frequência		5	4	3	7	19
		% dentro		26,3%	21,1%	15,8%	36,8%	100,0%
		Gênero						
		% dentro Idade		55,6%	33,3%	21,4%	36,8%	35,2%
		% do Total		9,3%	7,4%	5,6%	13,0%	35,2%
	Masculino	Frequência		4	8	11	12	35
		% dentro		11,4%	22,9%	31,4%	34,3%	100,0%
		Gênero						
		% dentro Idade		44,4%	66,7%	78,6%	63,2%	64,8%
		% do Total		7,4%	14,8%	20,4%	22,2%	64,8%
	Total	Frequência		9	12	14	19	54
		% dentro		16,7%	22,2%	25,9%	35,2%	100,0%
Gênero								
% dentro Idade			100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
% do Total			16,7%	22,2%	25,9%	35,2%	100,0%	
Profissional	Gênero	Frequência	1	0	1	2	2	6
		% dentro	16,7%	,0%	16,7%	33,3%	33,3%	100,0%
		Gênero						
		% dentro Idade	100,0%	,0%	20,0%	33,3%	66,7%	30,0%
		% do Total	5,0%	,0%	5,0%	10,0%	10,0%	30,0%
	Masculino	Frequência	0	5	4	4	1	14
		% dentro	,0%	35,7%	28,6%	28,6%	7,1%	100,0%
		Gênero						
		% dentro Idade	,0%	100,0%	80,0%	66,7%	33,3%	70,0%
		% do Total	,0%	25,0%	20,0%	20,0%	5,0%	70,0%
	Total	Frequência	1	5	5	6	3	20
		% dentro	5,0%	25,0%	25,0%	30,0%	15,0%	100,0%
Gênero								
% dentro Idade		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
% do Total		5,0%	25,0%	25,0%	30,0%	15,0%	100,0%	

Fonte: Dados da Pesquisa

Dos quarenta e dois discentes que participaram do Experimento I, nove são do curso de Administração (cinco estudam no turno diurno e quatro no noturno) e trinta e três do curso de Ciências Contábeis (23 do turno diurno e dez no noturno), todos de instituição pública.

Quanto aos estados de origem, vinte e três são do RN, seis do RJ, seis de SC, dois de SP, um da BA, um do DF, um da PB, um do PR e um do TO.

Entre os cinquenta e quatro docentes que participaram do Experimento I, quatorze são formados em Administração (seis mestres e oito doutores), trinta e seis em Ciências Contábeis (um especialista, trinta e três mestres e dois doutores), três economistas (um especialista, um mestre e um doutor) e um engenheiro com especialização. Nove professores formados em Administração (e vinte e oito com formação contábil) lecionam em IES pública, sendo o restante, cinco (oito) docentes de IES particular. Dos onze doutores, três são de SP, três do RJ, um de SC, um do RS, um do PR, um de MG e um do DF. Entre os quarenta mestres, tem-se doze do RN, cinco da PB, cinco de SC, quatro do DF, dois do RS, dois do PR, dois de MG, um do AM, um da BA, um de GO, um do MA, um do PA, um de PE, um do RJ e um de SP. Dos três especialistas, dois são do RN e um de SP.

Quinze docentes têm até 5 anos de experiência na docência (dois especialistas e treze mestres), vinte e um entre 6 e 10 anos (um especialista, dezoito mestres e dois doutores) e dezoito lecionam a mais de 10 anos (nove mestres e nove doutores). Entre os docentes participantes do curso de Administração, um leciona Finanças; dois, contabilidade gerencial; seis, disciplinas categorizadas como Administração Geral; quatro, Marketing e Estratégia; e um, uma cadeira não elencada nos grupos anteriores. Já entre os docentes do curso de Contabilidade, doze lecionam contabilidade societária; oito, contabilidade gerencial; cinco ensinam Teoria da Contabilidade; quatro, finanças; dois, Métodos Quantitativos; e quatro outras não elencadas nas opções disponibilizadas. Dos docentes com formação em Economia, um ensina finanças e dois, cadeiras classificadas como outras.

Dos vinte profissionais de mercado que participaram do experimento I, 55% (onze respondentes) exercem a profissão de contador, dois se intitularam analista/profissional de Investimentos do Mercado de Capitais (formados em Contabilidade), dois são auditores (formados em Contabilidade), dois são servidores públicos (um com formação em Contabilidade e o outro não especificou), dois administradores (um formado em Economia e o outro não especificou) e um é bancário (formado em Contabilidade). Quanto a titulação, 45% (nove) são especialistas, 35% (sete) são mestres, 15% (três) não possuem nenhuma pós-graduação e apenas um tem o título de doutorado. No que diz respeito à experiência, 55% (onze profissionais) já tem mais de 10 anos de atuação profissional, 30% (seis) estão no mercado há menos de 5 anos e três (15%) trabalham há mais de 5 e menos de 10 anos. Dois são naturais da BA, dois do DF, um de MG, dois da PB, um de PE, quatro do RJ, três do RN, dois de SC e três de SP.

4.1.2 Perfil dos Respondentes - Experimento II

Conforme tabela 2, entre os 160 participantes do Experimento II, 55 (34%) são discentes dos cursos de Administração e Ciências Contábeis, 54 (34%) são docentes e 51 (32%) são profissionais de mercado. Assim como observado no Experimento I, entre discentes, docentes e profissionais de mercado a maioria dos respondentes é do gênero masculino (61,8% ou 34; 68,5% ou 37; e 60,8% ou 31, respectivamente). Quanto à faixa etária, a maior parte dos discentes tem entre 19 e 24 anos (56,4% ou 31). A maior parte dos Docentes (16 ou 29,6%) tem idade entre 31 e 36 anos. Já a maioria dos Profissionais de Mercado (14 ou 27,5%) se enquadra na faixa etária entre 25 e 30 anos.

Tabela 2: Perfil dos Respondentes do Experimento II: Gênero e Idade

Experimento II		Idade					Total	
		19 a 24 anos	25 a 30 anos	31 a 36 anos	37 a 42 anos	Acima de 42 anos		
Discente	Gênero	Frequência	10	9	1	0	1	21
		% dentro	47,6%	42,9%	4,8%	,0%	4,8%	100,0%
		Gênero						
		% dentro Idade	32,3%	52,9%	100,0%	,0%	20,0%	38,2%
		% do Total	18,2%	16,4%	1,8%	,0%	1,8%	38,2%
	Masculino	Frequência	21	8	0	1	4	34
		% dentro	61,8%	23,5%	,0%	2,9%	11,8%	100,0%
		Gênero						
		% dentro Idade	67,7%	47,1%	,0%	100,0%	80,0%	61,8%
		% do Total	38,2%	14,5%	,0%	1,8%	7,3%	61,8%
Total	Frequência	31	17	1	1	5	55	
	% dentro	56,4%	30,9%	1,8%	1,8%	9,1%	100,0%	
	Gênero							
	% dentro Idade	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
	% do Total	56,4%	30,9%	1,8%	1,8%	9,1%	100,0%	
Docente	Gênero	Frequência	0	2	8	4	3	17
		% dentro	0%	11,8%	47,1%	23,5%	17,6%	100,0%
		Gênero						
		% dentro Idade	,0%	22,2%	50,0%	30,8%	20,0%	31,5%
		% do Total	,0%	3,7%	14,8%	7,4%	5,6%	31,5%
	Masculino	Frequência	1	7	8	9	12	37
		% dentro	2,7%	18,9%	21,6%	24,3%	32,4%	100,0%
		Gênero						
		% dentro Idade	100,0%	77,8%	50,0%	69,2%	80,0%	68,5%
		% do Total	1,9%	13,0%	14,8%	16,7%	22,2%	68,5%
Total	Frequência	1	9	16	13	15	54	
	% dentro	1,9%	16,7%	29,6%	24,1%	27,8%	100,0%	
	Gênero							
	% dentro Idade	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
	% do Total	1,9%	16,7%	29,6%	24,1%	27,8%	100,0%	
Profissional	Gênero	Frequência	1	6	4	6	3	20
		% dentro	5,0%	30,0%	20,0%	30,0%	15,0%	100,0%
		Gênero						
		% dentro Idade	25,0%	42,9%	40,0%	54,5%	25,0%	39,2%
		% do Total	2,0%	11,8%	7,8%	11,8%	5,9%	39,2%
	Masculino	Frequência	3	8	6	5	9	31
		% dentro	9,7%	25,8%	19,4%	16,1%	29,0%	100,0%
		Gênero						
		% dentro Idade	75,0%	57,1%	60,0%	45,5%	75,0%	60,8%
		% do Total	5,9%	15,7%	11,8%	9,8%	17,6%	60,8%
Total	Frequência	4	14	10	11	12	51	
	% dentro	7,8%	27,5%	19,6%	21,6%	23,5%	100,0%	
	Gênero							
	% dentro Idade	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
	% do Total	7,8%	27,5%	19,6%	21,6%	23,5%	100,0%	

Fonte: Dados da Pesquisa

Entre os cinquenta e cinco discentes respondentes do Experimento II, dezesseis estudam Administração (onze em IES pública e cinco em particular) e trinta e oito estudam Ciências Contábeis (trinta e dois em IES pública e seis em IES particular). Quanto à

naturalidade, quarenta e um são do RN, cinco da PB, três de SP. Obteve-se um respondente de cada um dos seguintes estados: GO, PE, PR, RS, SE, além de um participante do DF.

Dos cinquenta e quatro docentes do Experimento II, onze são administradores (um especialista, sete mestres e três doutores), quarenta e um são contadores (dez especialistas, vinte e três mestres e oito doutores), e dois são economistas (um especialista e um doutor). Dos docentes de Administração (Contabilidade), cinco (trinta) trabalham em IES pública, enquanto seis (onze) em instituição particular. Entre doze doutores, quatro são do DF, três da PB, dois de SP, um de MG, um do RJ e um do RN. Dos trinta mestres, doze são do RN, oito do DF, três da PB, dois de MG, dois do RS, um do MA, um do RJ e um de SP. Quanto aos doze especialistas, sete são do RN, dois da PB, um de GO, um do RS e um de SP.

No que diz respeito a experiência em sala de aula, vinte e três possuem até 5 anos de prática (dez especialistas e treze mestres), dez professores têm mais de 5 até 10 anos de carreira docente (dois especialistas, sete mestres e um doutor) e vinte e um têm mais de 10 anos de magistério superior (dez mestres e 11 doutores). Entre os docentes de administração, quatro ensinam finanças; três, Marketing e Estratégia; dois, Administração Geral; um, Métodos Quantitativos; um, outra. Quanto aos docentes de contabilidade, dezenove lecionam contabilidade societária; sete, teoria da contabilidade; cinco, gerencial; e dez, outras disciplinas como contabilidade ambiental, metodologia da pesquisa, sistema de controle gerencial, etc. Os dois economistas lecionam cadeiras não abrangidas na listagem disponibilizada nesse estudo.

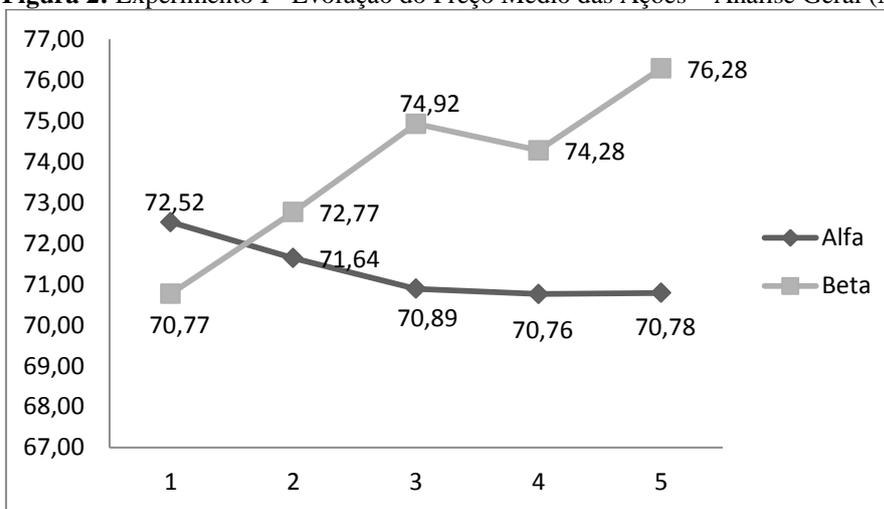
Dos cinquenta e um profissionais de mercado que participaram do experimento II, 54,9% (vinte e oito respondentes) exercem a profissão de contador, quatro são analistas/profissionais de Investimentos do Mercado de Capitais (todos formados em Contabilidade), nove são auditores (formados em Contabilidade), três são servidores públicos (com formação em Contabilidade), três administradores (dois formados em Administração e um em Contabilidade) e quatro exercem outras funções (dois bacharéis em Administração e dois em Ciências Contábeis). Quanto a titulação, vinte e dois são graduados (43,1%), vinte e dois são especialistas, seis são mestres (11,8%) e apenas um é doutor. No tocante ao tempo de atuação profissional, 45,1% (vinte e três profissionais) estão no mercado há cinco anos ou menos, quinze (29,4%) e treze (25,5%) há mais de 10 anos. Dois são naturais da BA, seis do DF, um de GO, um do MA, um de MG, três da PB, dois de PE, quatro do RJ, vinte e nove do RN e dois de SP.

4.2 Análise dos Preços das Ações – Experimento I

4.2.1 Análise Geral

Para testar as hipóteses operacionais elencadas na metodologia de pesquisa foi preciso determinar a média dos valores atribuídos às duas empresas em cada momento e verificar se essas médias são estatisticamente diferentes (ou não). Os preços médios da ação das empresas Alfa e Beta em cada momento do experimento podem ser visualizados na figura 2.

Figura 2: Experimento I - Evolução do Preço Médio das Ações – Análise Geral (N=116)



Fonte: Dados da Pesquisa

No momento 1, Alfa e Beta divulgam o mesmo conjunto de informações, apresentadas sob o mesmo formato (ver Apêndice A). Isto é, para os pressupostos teóricos adotados nesse estudo, ambas possuem mesmo nível de divulgação. Nos momentos subsequentes, Alfa não divulga nenhuma informação, enquanto Beta detalha, através de recursos textuais e gráficos, informações apresentadas no momento 1, enfatizando perspectivas futuras (momento 2), investimentos realizados em seu ativo produtivo e suas consequências sobre seu desempenho econômico (momento 3), nível de endividamento (momento 4) e desempenho (momento 5).

É importante retomar que essas “informações adicionais” são verdadeiras tanto para Beta quanto para Alfa e estão disponibilizadas no momento 1, obviamente sem nenhum tratamento ou destaque. Um analista possuidor da racionalidade econômica ilimitada deveria processar de forma ótima toda a informação divulgada no momento 1 para as duas empresas e perceber que as divulgações subsequentes se resumem as mesmas informações colocadas de outra forma, além de serem igualmente verdadeiras para as duas empresas. Sendo assim, essa

divulgação adicional por parte de Beta deveria ser interpretada como dados neutros, que não impactariam suas avaliações iniciais. Todavia, conforme figura 2, é claramente perceptível que as avaliações iniciais são revisadas a cada momento, o que se reflete nos preços atribuídos as duas ações: o valor da ação de Alfa diminui, enquanto o de Beta aumenta a cada “nova informação” divulgada por Beta.

A primeira hipótese desenvolvida nessa pesquisa considera que no momento 1, o preço médio da ação de Alfa não é estatisticamente diferente do preço médio da ação de Beta (H_{IA}), uma vez que Alfa e Beta são relativamente iguais e divulgam o mesmo conjunto de informações, apresentadas sob o mesmo formato, não havendo razão aparente para diferenciá-las significativamente. Porém, contrariando-a, os resultados do estudo mostraram que, na primeira avaliação, a diferença do preço médio da ação de Beta (\$70,77) e de Alfa (\$72,52), mensurada em - \$1,75, é estatisticamente significativa (*p-value do teste t*: 0,00003, conforme tabela 3). Em média, os participantes do Experimento I atribuíram maior valor a Alfa no momento 1.

Tabela 3: Experimento I - Estatística Descritiva – Análise Geral (N = 116)

<i>Momentos</i>	<i>Empresas</i>	<i>Média</i>	<i>Desvio-Padrão</i>	<i>t test</i>	<i>p-value</i>
1	Alfa	72,52	7,37	4,351	0,00003
	Beta	70,77	7,70		
2	Alfa	71,64	7,60	-2,166	0,03239
	Beta	72,77	7,22		
3	Alfa	70,89	8,03	-5,049	0,00000
	Beta	74,92	8,07		
4	Alfa	70,76	7,59	-4,334	0,00003
	Beta	74,28	9,17		
5	Alfa	70,78	7,97	-5,624	0,00000
	Beta	76,28	10,37		

Fonte: Dados da Pesquisa

Tal resultado pode ter ocorrido devido a Alfa ter maiores valores absolutos em todas as métricas contábeis disponibilizadas (ativo, PL, lucro, caixa operacional, etc.), o que pode ter sido considerado pelos participantes do experimento como um critério diferenciador. Para comprovar se foi isso que realmente ocorreu, aplicou-se uma versão modificada do experimento, o Experimento II, onde se inverteu os valores atribuídos a cada empresa, apresentando Beta os maiores valores. Observou-se uma inversão nas avaliações realizadas: maior preço médio para Beta no momento 1 (para mais detalhes ver tabela 12, no subtópico 4.3.1), o que corrobora a explicação dada para a rejeição de H_{IA} .

A segunda hipótese de pesquisa adotada nesse estudo é que a discrepância entre os preços da ação de Alfa e Beta aumenta a cada momento do experimento, ou seja, a cada “nova informação” divulgada por Beta (H_{IB}). Acredita-se que o fato de Beta divulgar adicionalmente informações contábeis utilizando-se de outros formatos de apresentação seja interpretado pelos indivíduos como uma nova informação, o que impacta, conseqüentemente, a percepção destes quanto ao nível de *disclosure* das empresas. Conforme a Teoria da Divulgação Voluntária, empresas com melhor nível de *disclosure* têm suas ações mais bem avaliadas, como um dos benefícios trazidos pela transparência e preocupação com os *stakeholders*.

No momento 2, após a divulgação da “informação” acerca das perspectivas futuras de Beta sem nenhum pronunciamento por parte de Alfa, o preço médio de Beta apresenta-se \$ 1,13 maior do que o atribuído a Alfa, já revertendo a situação evidenciada no momento 1. E essa diferença aumenta gradativamente nos momentos subsequentes (\$ 4,03, no momento 3; \$ 3,52, no 4 e \$ 5,50, no 5), a cada “informação adicional” divulgada por Beta. A divulgação adicional das informações contábeis já evidenciadas no momento 1 por meio de recursos textuais e/ou gráficos impactou a percepção dos respondentes sobre o desempenho futuro e riscos associados às empresas. Como observado na tabela 3, constatou-se diferença estatística a um nível de 5% de significância entre o preço médio atribuído a ação das duas entidades em todos os momentos do experimento (*p-value* do teste *t* de 0,03239; 0,00000; 0,00003; 0,00000, nos momentos 2, 3, 4 e 5, respectivamente).

No momento 5, a diferença nas avaliações das duas empresas atinge seu ápice. Enquanto que no momento 1, os respondentes não visualizavam grandes diferenças entre elas (preço médio de Alfa \$ 1,75 maior que o de Beta), no último momento, após a divulgação das “informações complementares”, Beta consegue impactar a percepção dos indivíduos sobre seu nível de *disclosure*, melhorando-o, o que reduz as incertezas associadas ao seu desempenho futuro e aumenta seu valor, conseguindo, com isso, se diferenciar de Alfa (preço médio de Beta \$ 5,50 maior que o de Alfa) que apresentava os mesmos resultados e previsões. Esse resultado confirma a terceira hipótese operacional de pesquisa (H_{IC}), isto é, no momento 5, o preço médio de Alfa (\$70,78), percebida como a empresa com menor nível de divulgação, é estatisticamente menor que o de Beta (\$76,28), entidade percebida com apresentando maior nível de *disclosure* (*p-value* do teste *t* igual a 0,00000).

É interessante ressaltar que a divulgação de “informações adicionais” por parte de Beta, melhorando sua a imagem como empresa mais transparente e preocupada com seus *stakeholders* não só impactou positivamente seu valor (crescimento), mas também trouxe

reflexos negativos sobre o preço da ação de sua concorrente Alfa (decréscimo). As médias de preço atribuídas a Beta nos momentos 1, 2, 3, 4 e 5 são \$70,77; \$72,77; \$74,92; \$74,28 e \$76,28, respectivamente. Já as médias de valor dado à ação de Alfa para os mesmos momentos são \$72,52; \$71,64; \$70,89, \$70,76 e \$70,78 (ver figura 2 ou tabela 3).

Esse resultado encontra respaldo no estudo de Salotti e Yamamoto (2005) que afirmam que um analista racional pode interpretar informação não divulgada como uma informação desfavorável sobre o valor ou qualidade de um ativo, tendo como consequência uma revisão para baixo do seu preço. Empresas com ótimas perspectivas financeiras devem divulgar em detalhes suas projeções, o que será interpretado como uma confirmação das boas expectativas, mantendo ou aumentando o valor da entidade, como aconteceu com Beta. Contudo, caso ela não divulgue tais informações, como Alfa o fez, o mercado pode interpretar que essa retenção sinaliza previsões pessimistas, resultando numa redução no valor das ações.

No momento 2, após a divulgação de informação sobre as perspectivas futuras do desempenho de Beta, o preço da ação de Beta aumentou, em média, \$2,00 em relação a avaliação realizada no momento 1, enquanto o de Alfa diminuiu \$0,88. Conforme tabela 4, existe diferença estatística entre o preço médio da ação de Beta nos momentos 1 e 2 e de Alfa nos momentos 1 e 2 (*p-value* do teste *t*, para Beta, de 0,000004; e para Alfa de 0,016693).

Tabela 4: Experimento I - Diferença Estatística entre os preços da ação da empresa de um momento para outro – Análise Geral (N = 116)

Momentos	Alfa		Beta	
	<i>t test</i>	<i>p-value</i>	<i>t test</i>	<i>p-value</i>
1 e 2	2,43	0,016693	-4,84	0,000004
2 e 3	2,09	0,038482	-4,49	0,000017
3 e 4	0,33	0,741559	1,43	0,155389
4 e 5	-0,08	0,934393	-3,62	0,000439
1 e 5	3,73	0,000296	-6,57	0,000000

Fonte: Dados da Pesquisa

Após a divulgação por Beta dos investimentos realizados em seu ativo produtivo e suas consequências sobre seu desempenho econômico no momento 3, o preço de sua ação registrou novo aumento, agora de \$ 2,25, passando de \$72,77 (momento 2) para \$74,92 ao mesmo tempo em que o preço da ação de Alfa teve novo decréscimo, \$0,75, sendo avaliada em \$70,89. Novamente constata-se diferença estatística entre os preços médios atribuídos nos momentos 2 e 3 tanto para a ação de Beta quanto para a de Alfa (ver *p-value* do teste *t* momentos 2 e 3 de Beta e Alfa na tabela 4).

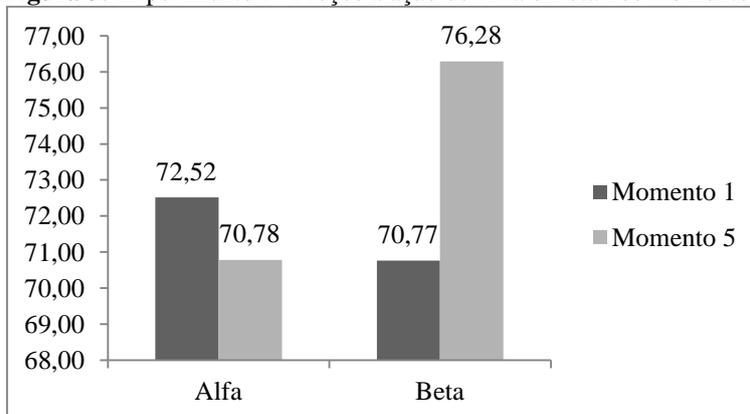
A divulgação adicional sobre o nível de endividamento de Beta não impactou significativamente o preço das ações das duas empresas no momento 4 (não se constatou

diferença estatística entre os preços dos momentos 3 e 4 - *p-value* do teste *t* igual a 0,155389 e 0,741559 para Beta e Alfa, respectivamente). No momento 5, após a apresentação de uma análise gráfica do desempenho de Beta, sua ação sofreu novo reajuste, passando de \$74,28 para \$76,28. Essa divulgação impactou consideravelmente o preço médio da ação de Beta (*p-value* do teste *t* momentos 4 e 5 igual a 0,000439), mas não alterou com significância estatística a avaliação dos indivíduos quanto ao preço de Alfa (preço médio no momento 4, \$ 70,76 e \$70,78 no momento 5; *p-value* do teste *t* momentos 4 e 5 igual a 0,934393).

Em resumo, a divulgação adicional de informações utilizando-se de recursos textuais e/ou gráficos a respeito das perspectivas futuras, investimentos e desempenho apresentaram-se estatisticamente significante para os participantes da pesquisa, que alteraram suas precificações quanto a Beta. Todavia, o fato da divulgação sobre o nível de endividamento se mostrar estatisticamente irrelevante não quer dizer que se trata de uma informação sem importância. Ao contrário, pode sinalizar um comportamento conservador dos indivíduos que, mesmo diante da iniciativa de Beta, não quiseram arriscar e mantiveram suas avaliações.

A partir dos resultados apresentados na figura 3 e tabela 4 é possível confirmar as duas últimas hipóteses operacionais de pesquisa adotadas nesse trabalho, H_{ID} e H_{IE} . Segundo os pressupostos assumidos, após a divulgação de “informações adicionais” por parte de Beta, os indivíduos teriam afetadas as suas percepções quanto ao nível de *disclosure* das duas empresas, o que impactaria suas avaliações iniciais. Após os cinco momentos do experimento, os indivíduos avaliariam Alfa (Beta) como tendo um pior (melhor) nível de evidenciação. Assim, no 5º momento, o preço médio atribuído a Alfa sofreria um decréscimo quando comparado ao 1º momento (H_{ID}), enquanto que o preço médio de Beta seria ajustado/corrigido para mais (H_{IE}).

Figura 3: Experimento I - Preços a ação de Alfa e Beta nos momentos 1 e 5 – Análise Geral (N = 116)



Fonte: Dados da Pesquisa

Conforme figura 3, o preço médio atribuído a Alfa no momento 5 (\$ 70,78) é \$1,80 menor do que aquele atribuído no momento 1 (\$ 72,72). E o *p-value* do teste *t* igual a 0,000296 apresentado na tabela 4 (Alfa, momentos 1 e 5) demonstra existir diferença estatística entre as duas avaliações, o que está de acordo com H_{ID} . Quanto a Beta, seu preço médio passou de \$ 70,77 no momento 1 para \$76,28 no momento 5, evidenciando um aumento de \$5,51. A diferença estatística entre os preços atribuídos nos momentos 1 e 5 pode ser visualizada na tabela 4 (*p-value* do teste *t*, Beta, momentos 1 e 5, igual a 0,000000).

Os resultados evidenciados permitem inferir que as informações complementares divulgadas por Beta impactaram o processo de avaliação dos indivíduos que corrigiram suas expectativas não apenas sobre a empresa que divulgou, mas também sobre Alfa, alterando o preço das ações. Enquanto o preço de Beta passou de \$ 70,77 para \$ 76,28, o de Alfa caiu de \$ 72,52 para \$ 70,78. Os resultados do Experimento 1 para análise geral estão compilados no quadro 2.

Quadro 2: Hipóteses Operacionais e Resultados do Experimento I – Análise Geral

Hipóteses Operacionais da Pesquisa	Decisão
H_{IA} : No momento 1, o preço médio de Alfa não é estatisticamente diferente do preço médio de Beta.	Rejeitar
H_{IB} : A discrepância entre os preços da ação de Alfa e Beta aumenta a cada momento do experimento.	Não Rejeitar
H_{IC} : No momento 5, o preço médio de Alfa é estatisticamente menor que o de Beta.	Não Rejeitar
H_{ID} : a avaliação de Alfa no momento 5 é estatisticamente menor da avaliação realizada no momento 1.	Não Rejeitar
H_{IE} : a avaliação de Beta no momento 5 é estatisticamente maior da avaliação realizada no momento 1.	Não Rejeitar

Fonte: Dados da Pesquisa

A interpretação dos resultados para o Experimento I (análise geral e estratificada) permite concluir que a divulgação adicional de informações contábeis já divulgadas formatadas em gráficos e textos explicativos foi considerada pelos indivíduos como informação adicional, uma vez que eles revisaram suas avaliações após a divulgação (ver resultados para H_{ID} e H_{IE}). Como consequência também é possível afirmar que a maioria dos participantes do estudo não processou toda informação disponível no momento 1, sendo significativamente influenciados pelo efeito formulação (nesse estudo representado pela divulgação posterior das mesmas informações apresentadas sob outro formato – textos explicativos e gráficos), o que não está de acordo com o pressuposto da racionalidade ilimitada.

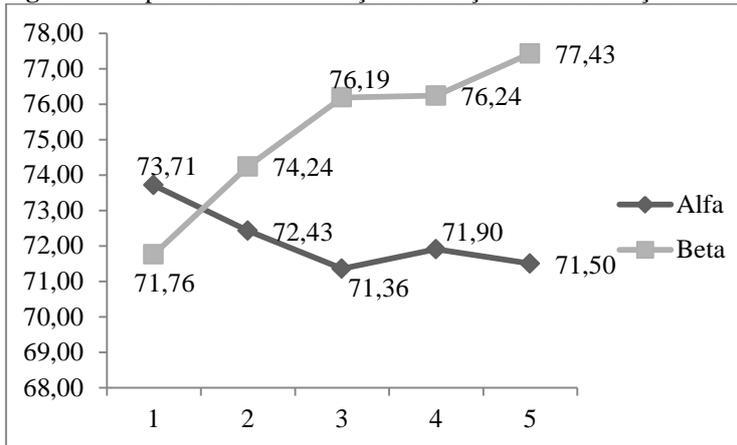
Sendo assim, é possível afirmar que um *disclosure* corporativo englobando, além das demonstrações contábeis em seu formato tradicional, a divulgação complementar das informações com o uso de recursos textuais e/ou gráficos impactou positivamente a percepção dos indivíduos sobre o nível de *disclosure* de Beta (a empresa que divulgou), diferenciando-a positivamente de Alfa.

4.2.2 Análise Estratificada por Tipo de Respondente, Gênero e Idade

Com o objetivo de investigar se a evidenciação adicional de informações contábeis, através de narrativas e gráficos, e sua evidenciação afetam diferentemente a percepção quanto ao nível de *disclosure* de docentes, discentes e profissionais de mercado; homens e mulheres; e jovens e indivíduos mais experientes, foram realizadas análises estratificadas por tipo de respondente, gênero e idade.

O nível de conhecimento do indivíduo, bem como sua experiência profissional, pode ter alguma influência nos resultados da pesquisa. Professores e profissionais de mercado – mais experientes e, a priori, detentores de mais conhecimento – podem processar as informações contábeis disponibilizadas de forma mais racional (do ponto de vista econômico) do que os discentes, podendo, por isso, não serem afetados pelo efeito formulação e, conseqüentemente, não terem sua percepção sobre o nível de *disclosure* influenciada simplesmente pela apresentação sob outro formato de informações já apresentadas.

De acordo com a figura 4, os 42 discentes participantes do Experimento I apresentaram o mesmo padrão de resposta observado na análise geral, isto é: avaliaram melhor a ação da empresa Alfa (\$73,71 contra \$71,76 de Beta) no primeiro momento. Contudo, a partir da evidenciação adicional das informações contábeis apresentadas por Beta, a percepção dos alunos sobre desempenho e riscos mudou, refletindo-se num maior valor atribuído a Beta nos momentos subsequentes.

Figura 4: Experimento I - Evolução do Preço Médio das Ações - Discentes (N = 42)

Fonte: Dados da Pesquisa

Assim como observado na análise geral, a discrepância entre as avaliações dos discentes quanto a ação de Alfa e Beta aumenta a cada momento do experimento: - \$1,95, na avaliação 1; \$1,81, em 2; \$4,83, em 3; \$4,34, em 4; e \$5,93 no momento 5. Em todos, constatou-se diferença estatística entre o preço médio atribuído a Beta e Alfa (*p-value* do teste *t* para os momentos 1, 2, 3, 4 e 5 igual a 0,00242; 0,02951; 0,00017; 0,00026; e 0,00014, conforme tabela 5). Esses resultados confirmam a segunda (H_{IB}) e terceira (H_{IC}) hipóteses operacionais e vão de encontro ao preconizado por H_{IA} .

Tabela 5: Experimento I - Estatística Descritiva – Análise Estratificada por Tipo de Respondente (N = 116)

<i>Tipo</i>	<i>Momentos</i>	<i>Empresas</i>	<i>Média</i>	<i>Desvio-Padrão</i>	<i>t test</i>	<i>p-value</i>
Discente (N = 42)	1	Alfa	73,71	3,98	3,233	0,00242
		Beta	71,76	4,58		
	2	Alfa	72,43	5,02	-2,255	0,02951
		Beta	74,24	3,30		
	3	Alfa	71,36	5,28	-4,129	0,00017
		Beta	76,19	4,77		
	4	Alfa	71,90	4,20	-3,994	0,00026
		Beta	76,24	5,94		
	5	Alfa	71,50	5,01	-4,20	0,00014
		Beta	77,43	7,47		
Docente (N = 54)	1	Alfa	71,07	9,69	2,053	0,04500
		Beta	69,76	9,83		
	2	Alfa	70,91	9,66	-,285	0,77651
		Beta	71,11	9,18		
	3	Alfa	70,41	10,20	-2,790	0,00731
		Beta	72,85	8,57		
	4	Alfa	69,78	9,79	-2,129	0,03789
		Beta	71,96	9,87		
	5	Alfa	70,50	10,10	-3,28	0,00183
		Beta	74,33	10,51		
Profissional (N = 20)	1	Alfa	73,90	4,69	2,671	0,01512
		Beta	71,40	6,18		
	2	Alfa	71,95	5,61	-1,376	0,18479
		Beta	74,15	6,50		
	3	Alfa	71,20	6,25	-2,143	0,04531
		Beta	77,85	10,76		
	4	Alfa	71,00	6,14	-1,767	0,09328
		Beta	76,40	11,51		
	5	Alfa	70,05	6,61	-2,51	0,02146
		Beta	79,15	14,13		

Fonte: Dados da Pesquisa

Entre os discentes igualmente observa-se que a divulgação de “informações adicionais” por Beta, além de impactar positivamente a avaliação de sua ação, também resultou na desvalorização de Alfa. Enquanto o preço médio de Beta aumentava a cada momento, o de Alfa diminuía, apesar de só se encontrar evidências estatísticas disso para Beta nos momentos 1 e 2, 2 e 3 e 1 e 5; e para Alfa nos momentos 1 e 2 e 1 e 5 (ver *p-values* do teste *t* na tabela 6).

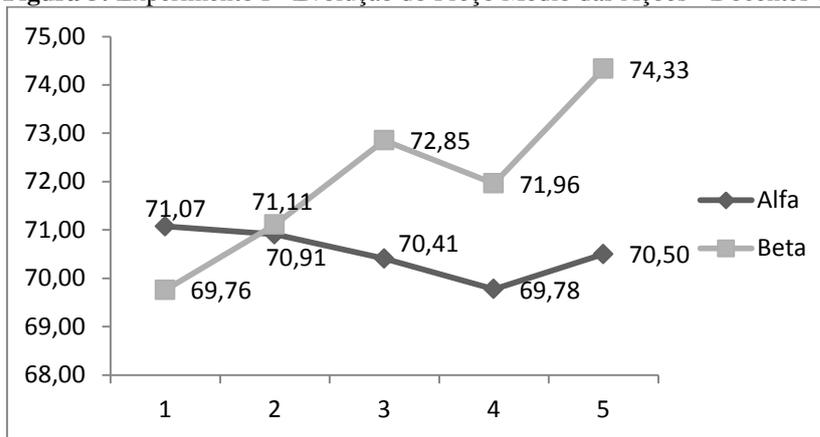
Tabela 6: Experimento I - Diferença Estatística entre os preços da ação da empresa de um momento para outro – Análise Estratificada por Tipo de Respondente (N = 116)

Gênero	Momentos	Alfa		Beta	
		<i>t test</i>	<i>p-value</i>	<i>t test</i>	<i>p-value</i>
Discente (N = 42)	1 e 2	1,97	0,055155	-3,71	0,000613
	2 e 3	1,64	0,108146	-3,50	0,001137
	3 e 4	-1,01	0,320382	-0,07	0,945116
	4 e 5	0,77	0,445852	-1,41	0,166238
	1 e 5	2,78	0,008240	-4,34	0,000092
Docente (N = 54)	1 e 2	0,36	0,720729	-2,34	0,023295
	2 e 3	1,09	0,278772	-3,43	0,001170
	3 e 4	1,11	0,273481	1,18	0,243453
	4 e 5	-1,48	0,145168	-2,49	0,015772
	1 e 5	0,89	0,376380	-4,80	0,000013
Profissional (N = 20)	1 e 2	2,05	0,054779	-2,37	0,028271
	2 e 3	0,76	0,458777	-1,73	0,100388
	3 e 4	0,16	0,872140	1,78	0,090355
	4 e 5	1,86	0,078189	-3,41	0,002965
	1 e 5	3,65	0,001699	-2,48	0,022912

Fonte: Dados da Pesquisa

Também se verifica no padrão de resposta dos discentes que a avaliação de Alfa no momento 5 (\$71,50) é estatisticamente menor do que aquela realizada no momento 1 (\$73,71), enquanto que o preço atribuído a Beta no momento 5 (\$77,43) é estatisticamente maior do que o dado no momento 1 (\$71,76): *p-values* dos momentos 1 e 5 de Alfa e Beta igual a 0,008240 e 0,000092, respectivamente (ver tabela 6). Tais resultados confirmam H_{ID} e H_{IE} .

O fato de ser docente também não influenciou significativamente os resultados. No momento 1, os 54 professores também atribuíram maior (menor) valor a Alfa (Beta), constatando-se diferença estatística entre os preços das duas ações (*p-value* do teste *t* para o momento 1 igual a 0,04500, conforme tabela 5), igual ao resultado obtido na análise geral (rejeição de H_{IA}). Mas tiveram suas expectativas significativamente alteradas após as “informações adicionais” divulgadas por Beta, valorizando (desvalorizando) a ação da entidade Beta (Alfa) nos momentos posteriores. A precificação realizada pelos 54 professores respondentes pode ser visualizada na figura 5.

Figura 5: Experimento I - Evolução do Preço Médio das Ações - Docentes (N = 54)

Fonte: Dados da Pesquisa

A discrepância entre as avaliações dos docentes também aumenta a cada momento do experimento (- \$1,31; \$0,20; \$2,44; \$2,18; e \$3,83; nos momentos 1, 2, 3, 4 e 5, respectivamente), não se constatando diferença estatística entre o valor de Beta e Alfa apenas no momento 2 (*p-values* do teste *t* para os momentos 1, 2, 3, 4 e 5 igual a 0,045; **0,77651**; 0,00731; 0,03789; e 0,00183, de acordo com a tabela 5). Esses resultados confirmam H_{IB} e H_{IC} estando condizentes com a análise geral.

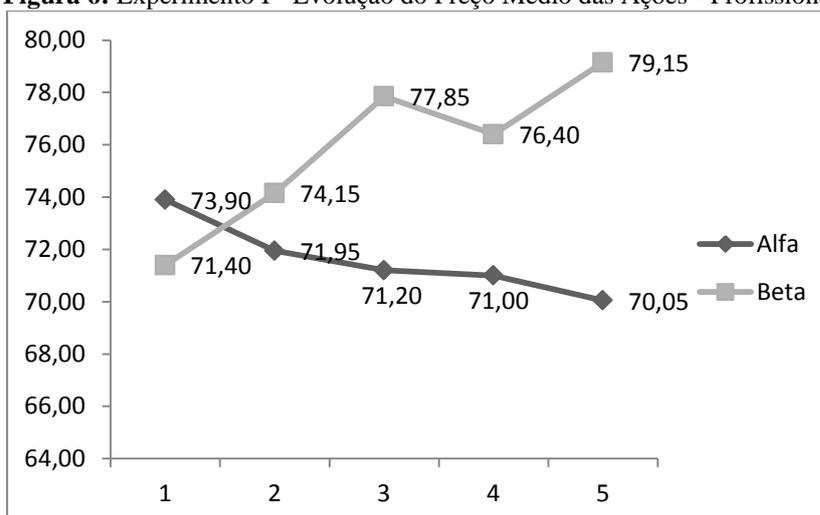
A evidenciação de “informações adicionais” por Beta parece ter influenciado positivamente (negativamente) a percepção dos docentes quanto ao nível de *disclosure* de Beta (Alfa), fazendo com que eles revisassem suas perspectivas sobre desempenho e risco de Beta (Alfa), aumentando (diminuindo) o preço de sua ação a cada momento de avaliação (ver figura 5). Há diferença estatística entre os preços da ação de Beta nos momentos 1 e 2, 2 e 3 e 4 e 5 (*p-values* do teste *t* iguais a 0,023295; 0,001170 e 0,015772, respectivamente, conforme tabela 6). Todavia, não se encontrou evidência estatística de diferença entre os preços atribuídos a Alfa (ver tabela 6).

Ao contrário do observado na análise geral e estratificada para discentes, não se constatou diferença estatística (ver tabela 6, *p-value* do teste *t*, momentos 1 e 5, Alfa: 0,376380) entre o preço de Alfa no momento 5 (\$70,50) e no momento 1 (\$71,07), isto é, entre os docentes, H_{ID} foi rejeitada. No entanto, analisando o preço de Beta nesses dois momentos – e o *p-value* do teste *t*, momentos 1 e 5, Beta, igual a 0,000013 (ver tabela 6) – percebe-se que o valor atribuído no último momento (\$74,33) é estatisticamente maior do que o observado no primeiro (\$69,76), o que está de acordo com H_{IE} e com os resultados da análise geral. Em suma, para os professores, a divulgação adicional de Beta só impactou sua

avaliação, não tendo reflexo em Alfa, cujo valor da ação não variou significativamente daquele observado no primeiro momento.

Entre os 20 profissionais de mercado avaliados no Experimento I o padrão de resposta (ver figura 6) foi o mesmo apresentado na análise geral, na de discentes e docentes. Influenciados pela apresentação de maiores valores absolutos para as métricas contábeis apresentadas, esses indivíduos diferenciaram significativamente (ver na tabela 5, *p-value* do teste *t*, momento 1: 0,01512, para *Professional*) o valor da ação de Alfa (\$73,90) e de Beta (\$71,40). Porém, as avaliações quanto a empresa que apresenta o melhor desempenho e menor risco rapidamente foram alteradas a partir da divulgação adicional das informações contábeis com textos explicativos/gráficos: do momento 2 em diante, o preço médio de Beta apresentou-se superior ao de Alfa.

Figura 6: Experimento I - Evolução do Preço Médio das Ações - Profissionais de Mercado (N = 20)



Fonte: Dados da Pesquisa

Apesar da aparente divergência entre os preços de Alfa e Beta em todos os momentos, a diferença estatística só foi verificada no momento 1 (o que significa rejeitar H_{1A} , corroborando os resultados da análise geral), 3 e 5 (conforme tabela 5, *Professional*, momentos 1, 3 e 5 – *p-values* do teste *t* correspondentes – 0,01512; 0,05531 e 0,02146).

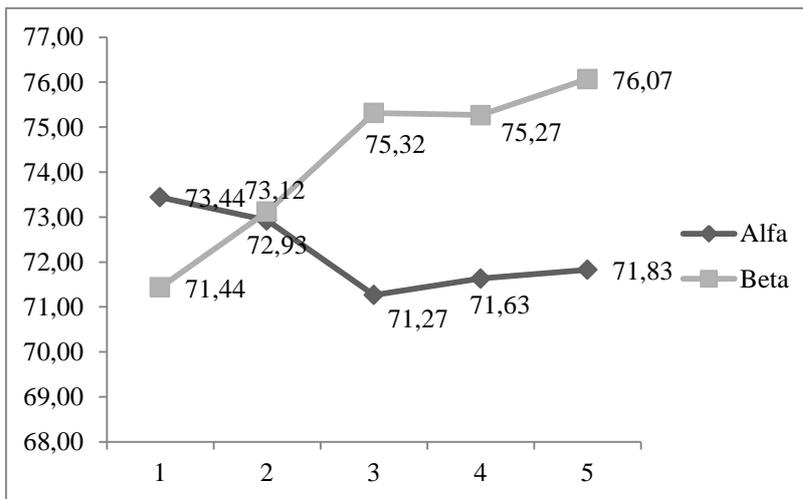
A diferença no preço de Beta e Alfa aumenta a cada avaliação, chegando ao ápice no momento 5 (- \$2,50; \$2,20; \$6,65; \$5,40; e \$9,10 para os momentos 1, 2, 3, 4 e 5, respectivamente). Apesar da inexistência de evidência estatística da diferença nos momentos 2 e 4 (tabela 5, *p-values* do teste *t*: 0,18479 e 0,09328, respectivamente), os resultados corroboram parcialmente H_{1B} . Ainda de acordo com a tabela 5, o preço médio de Beta

(\$79,15) é estatisticamente maior do que o de Alfa (\$70,05) no momento 5, comprovando, assim, H_{IC} .

Apesar de só Beta divulgar “informações complementares” também se percebe que os profissionais de mercado revisaram para mais suas avaliações referentes a Beta, enquanto reduziram-nas para Alfa a cada nova informação divulgada (ver linha de tendência na figura 6). Coerente com o resultado geral e estratificado para discentes, verifica-se que o preço médio de Alfa no momento 5 (\$70,05) é estatisticamente menor do que o atribuído no momento 1 (\$73,90). Ao mesmo tempo em que o valor atribuído no último momento para Beta (\$79,15) é estatisticamente maior do que o observado no primeiro (\$71,40), confirmando H_{ID} e H_{IE} . (ver *p-values* do teste *t* para *momentos 1 e 5* $< 0,05$, na tabela 6).

Para os profissionais de mercado e discentes, a divulgação complementar por Beta das informações contábeis já apresentadas utilizando-se de outro formato (narrativas e gráficos) não só impactou positivamente sua avaliação, mas também trouxe consequências adversas para Alfa que, ao não se pronunciar, sinalizou, sem essa intenção, que o seu desempenho futuro não era tão bom, o que desvalorizou sua ação.

No processo de avaliação de ativos, homens e mulheres podem ter maneiras diferentes de processar as informações disponibilizadas e valorizar diferentemente os diversos formatos de divulgação. Homens são tidos como mais objetivos e práticos, já as mulheres mais sensíveis, atenciosas e detalhistas. Essas e outras características inerentes ao gênero também podem determinar a ocorrência do efeito formulação e, conseqüentemente, influenciar a percepção sobre o nível de *disclosure* e precificação das ações de Alfa e Beta. Os preços atribuídos às ações de Alfa e Beta por mulheres e homens são apresentados nas figuras 7 e 8, respectivamente.

Figura 7: Experimento I - Evolução do Preço Médio das Ações - Feminino (N = 41)

Fonte: Dados da Pesquisa

Como observado na análise geral e em todas as análises estratificadas realizadas até aqui, as mulheres enxergaram diferenças entre Alfa e Beta no primeiro momento da avaliação, atribuindo maior valor a primeira (\$ 73,44 para Alfa contra \$ 71,44 para Beta). Todavia, a partir do segundo momento, com a divulgação das “informações complementares” por Beta, a percepção sobre o desempenho e risco da empresa entre os indivíduos do gênero feminino foi impactada de forma que o preço de Beta apresentou-se maior que o de Alfa nos momentos subsequentes.

Na análise estratificada por participantes do gênero feminino observou-se diferença significativa em quatro dos cinco momentos de avaliação, conforme tabela 7. O *p-value* do teste *t*, momento 1, feminino, equivalente a 0,00715, refuta H_{1A} , o que está de acordo com a análise geral.

Tabela 7: Experimento I - Estatística Descritiva – Análise Estratificada por Gênero (N = 116)

<i>Gênero</i>	<i>Momentos</i>	<i>Empresas</i>	<i>Média</i>	<i>Desvio-Padrão</i>	<i>t test</i>	<i>p-value</i>
Feminino (N = 41)	1	Alfa	73,44	4,92	2,835	0,00715
		Beta	71,44	6,03		
	2	Alfa	72,93	4,80	-2,267	0,79114
		Beta	73,12	4,36		
	3	Alfa	71,27	5,08	-4,555	0,00005
		Beta	75,32	4,79		
	4	Alfa	71,63	4,91	-3,837	0,00043
		Beta	75,27	4,91		
	5	Alfa	71,83	5,21	-4,14	0,00017
		Beta	76,07	4,76		
Masculino (N = 75)	1	Alfa	72,01	8,41	3,286	0,00155
		Beta	70,40	8,48		
	2	Alfa	70,93	8,71	-2,354	0,02122
		Beta	72,57	8,40		
	3	Alfa	70,68	9,28	-3,530	0,00072
		Beta	74,71	9,42		
	4	Alfa	70,28	8,71	-3,008	0,00359
		Beta	73,73	10,81		
	5	Alfa	70,21	9,11	-4,41	0,00003
		Beta	76,40	12,44		

Fonte: Dados da Pesquisa

A cada “nova informação” divulgada por Beta, se percebe um aumento na diferença entre os preços das ações de Beta e Alfa: - \$2,00; \$0,19; \$4,05; \$3,64; \$4,24 para os momentos 1, 2, 3, 4 e 5, respectivamente. Somente no momento 2 não se constatou diferença estatística nas avaliações de Alfa e Beta realizadas pelas mulheres (*p-value* do teste *t* igual a 0,79114 evidenciado na tabela 7). Esses resultados confirmam que a evidenciação complementar foi interpretada pelas mulheres como nova informação e, por isso, impactou a percepção delas quanto ao nível de *disclosure*, desempenho e risco das empresas, afetando suas avaliações na direção de distingui-las cada vez mais, ou seja, confirmando H_{IB} .

No último momento de avaliação, a diferença entre o preço das duas ações também é a maior entre as mulheres: o preço médio de Beta (\$76,07) é estatisticamente maior do que o de Alfa (\$71,83), conforme *p-value* do teste *t*, *feminino*, *momento 5*, equivalente a 0,00017 (ver tabela 7), o que vai ao encontro da terceira hipótese operacional de pesquisa, H_{IC} .

Da mesma forma que observado no padrão de resposta da análise geral, as respondentes do gênero feminino não tiveram impactadas apenas suas percepções quanto Beta, mas também revisaram-nas quanto a Alfa. A cada “informação adicional” apresentada por Beta, o preço de sua ação aumenta, enquanto o de Alfa é reduzido (ver figura 7).

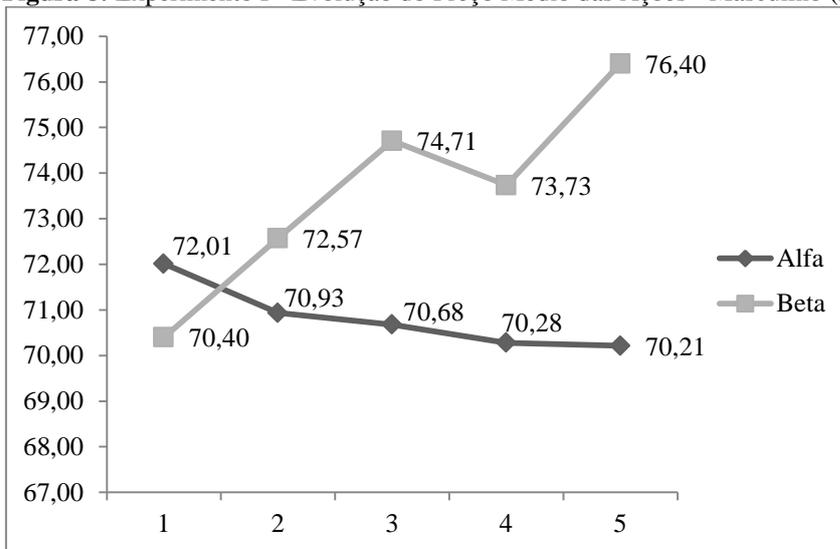
Tabela 8: Experimento I - Diferença Estatística entre os preços da ação da empresa de um momento para outro – Análise Estratificada por Gênero (N = 116)

Gênero	Momentos	Alfa		Beta	
		<i>t test</i>	<i>p-value</i>	<i>t test</i>	<i>p-value</i>
Feminino (N = 41)	1 e 2	0,69	0,494311	-2,27	0,028958
	2 e 3	3,01	0,004482	-3,53	0,001047
	3 e 4	-1,00	0,323322	0,08	0,938144
	4 e 5	-0,31	0,756480	-1,07	0,292175
	1 e 5	1,82	0,075893	-5,07	0,000009
Masculino (N = 75)	1 e 2	2,78	0,006822	-4,38	0,000039
	2 e 3	0,55	0,581517	-3,22	0,001930
	3 e 4	0,70	0,485372	1,60	0,114730
	4 e 5	0,19	0,848217	-3,58	0,000615
	1 e 5	3,36	0,001240	-5,00	0,000004

Fonte: Dados da Pesquisa

Entretanto, conforme tabela 8, não se encontrou evidência estatística quanto à redução do preço de Alfa após a divulgação das “novas informações” realizadas por Beta: *p-value* do teste *t*, Alfa, momentos 1 e 5, igual a 0,075893, de forma que H_{ID} não se confirmou entre as mulheres. Para Beta, ao contrário, o preço médio atribuído a sua ação no momento 5 (\$ 76,07) é estatisticamente maior do que o observado no momento 1 (\$71,44) – *p-value* do teste *t*, Beta, momentos 1 e 5, igual a 0,000004, o que confirma que a evidenciação adicional das informações contábeis utilizando-se de recursos textuais e gráficos afetou positivamente a percepção das mulheres quando ao nível de *disclosure*, desempenho e risco de Beta, valorizando sua ação (conformação de H_{IE}).

O fato de o respondente ser do gênero masculino não apresentou nenhuma influência sobre os resultados: o padrão de resposta dos homens (ver figura 8) é praticamente o mesmo visualizado entre as mulheres. Verificou-se diferença estatística nos cinco momentos de avaliação (ver tabela 7, *p-values* do teste $t < 0,05$ para todos os momentos), inclusive no momento 1 (*p-value*: 0,00155), o que conduz à rejeição de H_{IA} .

Figura 8: Experimento I - Evolução do Preço Médio das Ações - Masculino (N = 75)

Fonte: Dados da Pesquisa

A discrepância entre os valores das ações de Beta e Alfa também aumenta a cada nova precificação, exigida após a evidenciação de “nova informação” por Beta. No momento 1, a diferença foi de - \$1,61; de \$1,64, em 2; de \$4,03, em 3; de \$3,45 em 4; e de \$ 6,19, todas estatisticamente significantes (ver *p-values* do teste *t* na tabela 7, *masculino*, todos inferiores a 0,05). Esses achados evidenciam que também entre os homens, a divulgação adicional das informações contábeis com o uso de gráficos e textos explicativos foi igualmente interpretada como nova informação, impactando a percepção deles quanto ao nível de *disclosure* de Beta, diferenciando-a de Alfa de forma positiva e crescente, confirmando H_{1B} .

No quinto momento de avaliação, a diferença entre o preço médio de Beta (\$76,40) e o de Alfa (\$ 70,21) atinge seu valor máximo (\$ 6,19), sendo estatisticamente significativa (ver tabela 7, *p-value* do teste *t*, *masculino*, *momento 5* igual a 0,00003), também confirmando H_{1C} .

O efeito da divulgação complementar de informações contábeis por Beta foi percebido tanto na sua própria avaliação, mas também se refletiu em Alfa, que nada divulgou após o primeiro momento. A cada “informação adicional” apresentada por Beta, verifica-se estatisticamente uma valorização da sua ação e uma desvalorização da ação de Beta (ver figura 8 e tabela 8 – *homens*, *momentos 1 e 5*, *p-values* de Alfa e Beta < 0,05), de tal forma que no momento 5, o preço médio de Alfa (Beta) é estatisticamente menor (maior) do que o atribuído pelos homens no momento 1, confirmando H_{1D} e H_{1E} .

A idade dos indivíduos também pode ter alguma influência nos resultados da pesquisa: o padrão de resposta dos mais jovens pode ser diferente daquele observado entre os mais

experientes. A apresentação de gráficos e textos explicativos pode ser preferido por indivíduos mais novos do que pelos mais velhos, que podem ter maior conhecimento e apresentar um entendimento completo da situação econômico-financeira de uma empresa a partir das demonstrações contábeis em seu formato tradicional, não sendo influenciados simplesmente pelo formato de apresentação dessas informações. Nesse estudo, também se utilizou a “idade” como uma *proxy* para medir a experiência e, conseqüentemente, nível de conhecimento. Os resultados do Experimento I agrupados por idade são apresentados na tabela 9.

Tabela 9: Experimento I - Estatística Descritiva – Análise Estratificada por Idade (N = 116)

<i>Idade</i>	<i>Momentos</i>	<i>Empresas</i>	<i>Média</i>	<i>Desvio-Padrão</i>	<i>Diferença entre preços</i>	<i>t test</i>	<i>p-value</i>
19 a 24 anos (N = 24)	1	Alfa	74,33	3,97	-2,37	3,800	0,00092
		Beta	71,96	4,19			
	2	Alfa	72,71	5,39	1,92	-1,842	0,07845
		Beta	74,63	3,35			
	3	Alfa	71,29	5,80	5,38	-3,229	0,00371
		Beta	76,67	5,44			
	4	Alfa	71,58	4,76	5,63	-3,535	0,00177
		Beta	77,21	6,38			
	5	Alfa	70,96	5,25	8,04	-3,72	0,00112
		Beta	79,00	9,25			
25 a 30 anos (N = 20)	1	Alfa	73,15	4,44	-1,85	2,234	0,03768
		Beta	71,30	5,45			
	2	Alfa	72,75	5,23	0,20	-,137	0,89282
		Beta	72,95	5,50			
	3	Alfa	72,15	5,57	5,50	-1,726	0,10051
		Beta	77,65	10,48			
	4	Alfa	71,25	5,53	5,35	-1,720	0,10177
		Beta	76,60	11,39			
	5	Alfa	71,50	6,51	7,25	-1,91	0,07117
		Beta	78,75	14,10			
31 a 36 anos (N = 25)	1	Alfa	72,32	4,98	0,36	-,503	0,61979
		Beta	72,68	5,51			
	2	Alfa	72,04	5,56	2,36	-2,289	0,03117
		Beta	74,40	5,68			
	3	Alfa	72,12	7,22	3,04	-2,033	0,05320
		Beta	75,16	5,35			
	4	Alfa	71,16	5,62	2,84	-1,700	0,10214
		Beta	74,00	9,54			
	5	Alfa	72,12	6,11	3,00	-1,99	0,05762
		Beta	75,12	7,22			
37 a 42 anos (N = 23)	1	Alfa	73,43	3,69	-2,82	2,655	0,01446
		Beta	70,61	4,59			
	2	Alfa	71,22	3,32	2,17	-2,126	0,04501
		Beta	73,39	4,62			
	3	Alfa	70,30	4,19	4,57	-3,548	0,00180
		Beta	74,87	3,98			
	4	Alfa	71,48	3,67	1,35	-1,165	0,25648
		Beta	72,83	4,32			
	5	Alfa	71,43	3,93	4,79	-2,46	0,02220
		Beta	76,22	7,97			
Acima de 42 (N = 24)	1	Alfa	69,50	13,66	-2,21	2,038	0,05318
		Beta	67,29	13,56			
	2	Alfa	69,63	13,69	-1,17	,954	0,34995
		Beta	68,46	12,00			
	3	Alfa	68,71	13,55	2,00	-1,732	0,09666
		Beta	70,71	11,49			
	4	Alfa	68,42	13,68	2,37	-1,938	0,06502
		Beta	71,08	11,54			
	5	Alfa	68,00	13,79	4,79	-3,48	0,00204
		Beta	72,79	12,05			

Fonte: Dados da Pesquisa

Na maioria das faixas etárias analisadas, no primeiro momento da avaliação, influenciados pelos maiores valores absolutos de Alfa para as informações contábeis divulgadas, o preço médio de Alfa foi diferente (maior) do que o atribuído a Beta (ver *p-values* do teste $t < 0,05$, na tabela 9). Só não se encontrou evidência estatística da diferenciação de preços entre os participantes com idade entre 31 e 36 anos, que não enxergaram discrepâncias significativas entre Alfa e Beta no momento 1 (*p-value* do teste t : 0,61979). Assim, o resultado geral obtido para H_{IA} (rejeição dessa hipótese operacional) repete-se em todas as faixas etárias com exceção dos sujeitos com idade entre 31 e 36 anos.

A discrepância entre os valores das ações de Beta e Alfa parece aumentar a cada “nova informação” evidenciada por Beta (ver tabela 9) para todas as faixas etárias analisadas. Após a evidenciação adicional de informações por Beta no momento 2, a percepção sobre o desempenho e risco da empresa se inverte (maior valor médio para Beta) para todos os indivíduos, com exceção daqueles com idade acima de 42 anos, que continuaram, no momento 2, atribuindo maior preço a Alfa, apesar de inexistir diferença estatística para essa constatação (*p-value* do teste t : 0,89282, conforme tabela 9). Do momento 3 em diante, o preço médio atribuído Beta é aparentemente maior do que o dado a ação de Alfa para todos, independente da idade, apesar de não existir evidência estatística da diferenciação no momento 2 para os indivíduos com idade entre 19 e 24 anos; nos momentos 2, 3, 4 e 5 para a classe 25 a 30 anos; nos momentos 1 e 4 para a classe 31 a 36 anos; no momento 4, para 37 a 42 anos; e nos momentos 2, 3 e 4, para os participantes com mais de 42 anos.

Apesar de algumas diferenças entre os preços de Beta e Alfa não se apresentarem estatisticamente significantes (principalmente nas faixas etárias 25 a 30 anos e acima de 42 anos), esses resultados direcionam para a possibilidade de que o uso de recursos textuais e gráficos na apresentação de informação contábeis tenha sido interpretado como nova informação e, assim, influencie a percepção dos indivíduos quanto ao nível de *disclosure* das empresas. A hipótese operacional H_{IB} , aparentemente aceita para todos os indivíduos independente da idade, só pôde ser estatisticamente comprovada para as faixas etárias 19 a 24 anos, 31 a 36 anos e 37 a 42 anos.

A maior diferença entre o preço médio de Beta e de Alfa é verificada no momento 5, para praticamente todas as faixas etárias consideradas (ver tabela 9), sendo estatisticamente significativa para todas elas, exceto para a classe 25 a 30 anos (ver tabela 9, momento 5, *p-value* do teste $t > 0,05$), o que confirma H_{IC} em quatro das cinco classes analisadas.

Entre os mais jovens (19 a 24 anos) a divulgação complementar de informações contábeis por Beta trouxe consequências tanto para o preço da ação de Beta quanto para a de

Alfa: o preço médio de Beta (Alfa) no momento 5 é estatisticamente maior (menor) do que aquele dado momento 1 (ver tabela 10, *19 a 24 anos, momentos 1 e 5, p-values* de Alfa e Beta < 0,05). Nas demais classes, a “divulgação adicional” trouxe benefícios para a empresa que divulgou valorizando sua ação (o preço médio de Beta no momento 5 é estatisticamente maior do que aquele evidenciado no momento 1, conforme tabela 10, *Beta, p-values dos momentos 1 e 5*), mas não teve impacto sobre o valor da ação de Alfa (ver tabela 10, *Alfa, p-values dos momentos 1 e 5*). Resumindo, H_{ID} foi confirmada apenas entre os mais jovens, enquanto que H_{IE} confirmou-se, independente da idade do indivíduo.

Tabela 10: Experimento I - Diferença Estatística entre os preços da ação da empresa de um momento para outro – Análise Estratificada por Idade (N = 116)

Idade	Momentos	Alfa		Beta	
		<i>t test</i>	<i>p-value</i>	<i>t test</i>	<i>p-value</i>
19 a 24 anos (N = 24)	1 e 2	1,67	0,108147	-3,26	0,003445
	2 e 3	1,58	0,128603	-2,22	0,036936
	3 e 4	-0,35	0,732720	-0,61	0,549973
	4 e 5	0,96	0,348708	-1,77	0,090081
	1 e 5	2,88	0,008365	-3,39	0,002507
25 a 30 anos (N = 20)	1 e 2	0,54	0,595729	-2,28	0,034143
	2 e 3	0,52	0,609379	-2,30	0,033021
	3 e 4	0,81	0,427321	1,02	0,319526
	4 e 5	-0,39	0,704093	-1,70	0,105108
	1 e 5	1,95	0,066307	-2,37	0,028453
31 a 36 anos (N = 25)	1 e 2	0,51	0,614891	-1,92	0,066696
	2 e 3	-0,11	0,915229	-1,19	0,247397
	3 e 4	0,90	0,378533	0,78	0,442053
	4 e 5	-0,92	0,367323	-0,70	0,487646
	1 e 5	0,19	0,853829	-2,25	0,034182
37 a 42 anos (N = 23)	1 e 2	3,09	0,005300	-2,77	0,011122
	2 e 3	1,74	0,096390	-2,04	0,053551
	3 e 4	-1,41	0,171679	2,37	0,026756
	4 e 5	0,09	0,925514	-2,21	0,037810
	1 e 5	1,98	0,059826	-3,19	0,004264
Acima de 42 (N = 24)	1 e 2	-0,13	0,895032	-1,06	0,301785
	2 e 3	1,34	0,192933	-2,97	0,006833
	3 e 4	0,81	0,424277	-1,01	0,321535
	4 e 5	0,91	0,372477	-3,16	0,004339
	1 e 5	1,55	0,133729	-5,10	0,000036

Fonte: Dados da Pesquisa

O resultado consolidado das análises estratificadas podem ser visualizado no quadro 3, destacados (negrito, itálico e sublinhado) aqueles que diferem do resultado obtido na análise geral. O maior valor absoluto das métricas contábeis, divulgados por Alfa no momento 1, foi um elemento crítico na avaliação da maioria dos indivíduos que diferenciou significativamente o preço das ações de Alfa e Beta. Apenas os indivíduos com idade entre 31 e 36 anos perceberam que as empresas eram relativamente iguais, não as diferenciando em

suas precificações. Cada “nova informação” divulgada por Beta valorizou sua ação e desvalorizou a de Alfa, fazendo com que a diferença entre as ações aumentasse a cada momento. Esse resultado só não foi observado entre os participantes das classes *25 a 30 anos* e *Acima de 42*.

Quadro 3: Hipóteses Operacionais e Resultados do Experimento I – Análise Estratificada

Hipóteses Operacionais de Pesquisa	Decisão									
	Tipo de Respondente			Gênero		Idade (em anos)				
	Discente	Docente	Profissional	F	M	19 a 24	25 a 30	31 a 36	37 a 42	Acima de 42
H_{IA}	R	R	R	R	R	R	R	<u>NR</u>	R	R
H_{IB}	NR	NR	NR	NR	NR	NR	<u>R</u>	NR	NR	<u>R</u>
H_{IC}	NR	NR	NR	NR	NR	NR	<u>R</u>	NR	NR	NR
H_{ID}	NR	<u>R</u>	NR	<u>R</u>	NR	NR	<u>R</u>	<u>R</u>	<u>R</u>	<u>R</u>
H_{IE}	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR

R: Rejeitar

NR: Não Rejeitar

Fonte: Dados da Pesquisa

No último momento de avaliação o preço médio atribuído a Beta apresentou-se significativamente maior do que o dado a Alfa (somente entre os indivíduos da classe 25 a 30 anos não se constatou evidência estatística para a diferenciação). A divulgação complementar de Beta, apresentando sob outro formato as informações evidenciadas no primeiro momento trouxe benefícios para empresa, que se traduziram na valorização da sua ação após os cinco momentos de avaliação. Também se percebeu que a evidenciação complementar de Beta impactou negativamente o preço da ação de Alfa (apesar de só existir evidenciação estatística dessa afirmação para os discentes, profissionais de mercado, homens e mais jovens – 19 a 24 anos).

Enfim, o fato de ser discente, docente ou profissional de mercado; do gênero masculino ou feminino; ou jovem ou mais experiente, não exerceu influência significativa nos resultados do estudo. A maioria dos indivíduos teve sua percepção sobre o nível de *disclosure* das empresas influenciada, uns com mais intensidade do que outros, pelas divulgações adicionais, mesmo se tratando das mesmas informações já apresentadas no momento 1, tratadas com a utilização de recursos textuais e gráficos (presença do efeito formulação).

4.3 Análise dos Preços das Ações – Experimento II

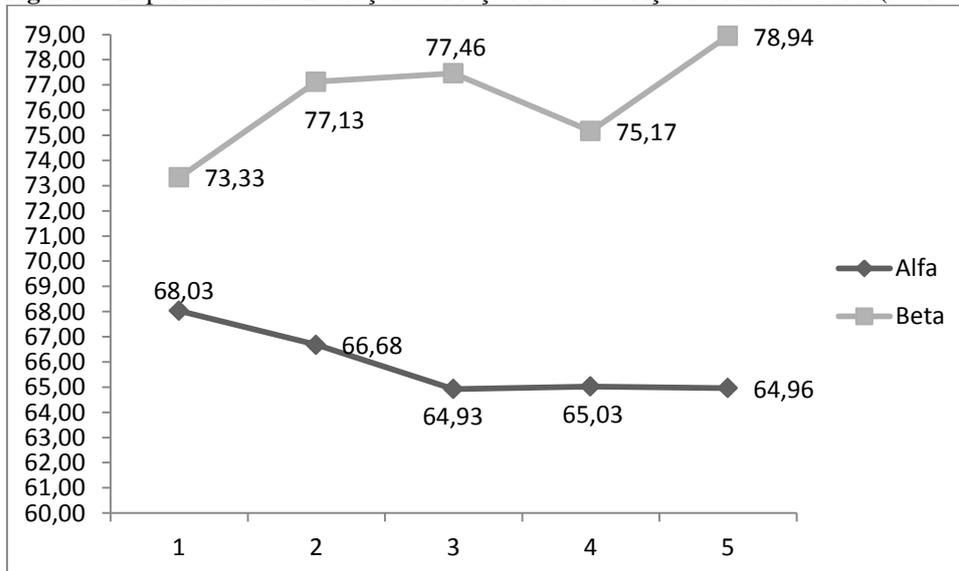
Como enfatizado na metodologia de pesquisa, apesar de Alfa e Beta serem relativamente iguais sob qualquer análise econômico-financeira, no Experimento I, Alfa

apresenta maiores valores absolutos para o ativo, lucro líquido, fluxo de caixa, dentre outras métricas, o que poderia influenciar a avaliação dos respondentes provocando maior valorização da ação dessa entidade na primeira avaliação. E foi o que aconteceu, conforme resultados do Experimento I (ver figura 2). Diante da possibilidade de alguma alteração nas avaliações dos indivíduos devido a esse fato, o que significaria um viés nos resultados realizou-se uma versão modificada do Experimento, denominado Experimento II, utilizando-se um formulário invertido, no qual os dados que antes eram apresentados por Alfa no momento 1 foram atribuídos a Beta e vice-versa (ver apêndice B). Os resultados do Experimento II são evidenciados a seguir.

4.3.1 Análise Geral

Os preços médios da ação das empresas Alfa e Beta em cada momento do Experimento II podem ser visualizados na figura 9. A partir da análise das linhas de tendência da figura 9 é possível constatar que a cada momento do experimento, no qual uma “nova informação” é evidenciada por Beta, o valor da ação dessa empresa aparentemente aumenta, enquanto o preço atribuído a Alfa reduz-se.

Figura 9: Experimento II - Evolução do Preço Médio das Ações – Análise Geral (N=160)



Fonte: Dados da Pesquisa

De acordo com a tabela 11, o preço médio atribuído pelos 160 participantes do Experimento II a Beta, de \$ 73,33, é estatisticamente maior do preço dado a Alfa de \$68,03 (valor do *p-value* do teste *t* de 0,000000). Esse resultado é exatamente inverso ao obtido no

Experimento I (Alfa: \$72,52 e Beta: \$70,77), o que permite concluir que na ausência de outros elementos diferenciadores, os participantes do estudo consideraram a empresa com maior ativo, lucro, fluxo de caixa e outras métricas contábeis como aquela que apresenta melhor situação econômico-financeira, o que justifica a rejeição de H_{IA} (no momento 1, o preço médio da ação de Alfa não é estatisticamente diferente do preço médio da ação de Beta).

Tabela 11: Experimento II - Estatística Descritiva – Análise Geral (N = 160)

Momentos	Empresas	Média	Desvio-Padrão	t test	p-value
1	Alfa	68,03	16,05	-5,296	0,000000
	Beta	73,33	24,47		
2	Alfa	66,68	16,21	-3,913	0,000135
	Beta	77,13	41,37		
3	Alfa	64,93	12,54	-4,851	0,000003
	Beta	77,46	36,41		
4	Alfa	65,03	12,76	-10,566	0,000000
	Beta	75,17	13,50		
5	Alfa	64,96	13,16	-4,893	0,000002
	Beta	78,94	36,45		

Fonte: Dados da Pesquisa

A segunda hipótese de pesquisa referente ao aumento da discrepância entre os preços da ação de Beta e Alfa a cada “nova informação” divulgada por Beta (H_{IB}) também foi confirmada no Experimento II, como pode ser analisado na tabela 11. A diferença nos momentos 1, 2, 3, 4 e 5 é de \$ 5,30, \$10,45, \$12,53, \$10,14 e \$ 13,98, respectivamente, a favor de Beta. Conforme tabela 11, existe diferença estatística a um nível de 5% de significância entre o preço médio atribuído a ação das duas entidades em todos os momentos do experimento (*p-value* do teste *t* de 0,00000; 0,000135; 0,000003; 0,000000; 0,000002, nos momentos 1, 2, 3, 4 e 5, respectivamente). Enfim, a divulgação complementar das informações contábeis por meio de recursos textuais e/ou gráficos influenciou a percepção dos respondentes sobre o desempenho futuro e riscos das empresas e, conseqüentemente, suas avaliações.

No momento 1, apesar de atribuir maior valor a ação de Beta (por apresentar maiores valores absolutos), os respondentes não percebem grandes divergências entre elas, constatando-se a menor diferença entre o preço médio das ações. Todavia, no quinto momento, após a divulgação das “informações complementares”, Beta, a partir da evidenciação adicional das informações, influencia positivamente a avaliação dos participantes da pesquisa sobre seu nível de *disclosure*, conseguindo, com isso, maior valorização de sua ação, diferenciando-se significativamente de Alfa. Conforme *p-value* do

teste t de 0,000002 no momento 5, apresentado na tabela 11, o preço médio atribuído a Alfa na última precificação (\$64,96) é \$13,98 estatisticamente menor do que o dado a Beta (\$78,94), o que também confirma a terceira hipótese operacional de pesquisa (H_{IC}), estando de acordo com os resultados do Experimento I.

Assim como observado no Experimento I, a divulgação de “informações complementares” por parte de Beta não só valorizou sua ação (que passou de \$73,33 no momento 1 para \$77,13 no momento 2; \$77,46 no momento 3; \$75,17 no momento 4; e \$78,94 no momento 5), mas também desvalorizou a ação de Alfa (que foi avaliada inicialmente em \$68,03, passando para \$66,98; \$64,93; \$65,03 e \$64,96, nos momentos subsequentes).

Um resultado, observado no Experimento II, que merece discussão por ser diferente do constatado no Experimento I deve-se ao fato de não se ter encontrado diferença estatística significativa a um nível de 5% entre os preços médios atribuídos a Beta nos cinco momentos de avaliação, como pode ser observado na tabela 12 (*p-value* do *teste t*, Beta, de 0,122903; 0,837116; 0,342191; 0,114822; e 0,077313 para os momentos 1 e 2, 2 e 3, 3 e 4, 4 e 5, e 1 e 5, respectivamente). Com relação a Alfa, constatou-se diferença estatística entre os preços médios atribuídos nos momentos 1 e 2 (*p-value* igual a 0,009530), 2 e 3 (*p-value* igual a 0,050466) e 1 e 5 (*p-value* igual a 0,002902).

Tabela 12: Experimento II - Diferença Estatística entre os preços da ação da empresa de um momento para outro – Análise Geral (N = 160)

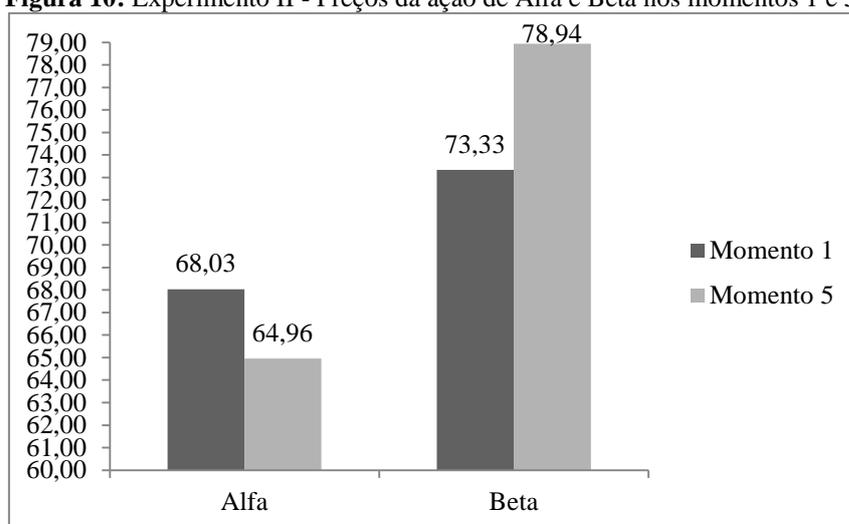
Momentos	Alfa		Beta	
	<i>t test</i>	<i>p-value</i>	<i>t test</i>	<i>p-value</i>
1 e 2	2,62	0,009530	-1,55	0,122903
2 e 3	1,97	0,050466	-0,21	0,837116
3 e 4	-0,22	0,826675	0,95	0,342191
4 e 5	0,15	0,879825	-1,59	0,114822
1 e 5	3,02	0,002902	-1,78	0,077313

Fonte: Dados da Pesquisa

Após o primeiro momento de avaliação e divulgação por parte de Beta de “informações adicionais”, os participantes do Experimento II confirmaram suas expectativas iniciais quanto a Beta, que já apresentava maior valor, mantendo seu preço inicial, enquanto revisaram para baixo suas estimativas quanto ao desempenho de Alfa. Esse resultado também está de acordo com a teoria da divulgação Voluntária, apresentada no referencial teórico (ver SALOTTI; YAMAMOTO, 2005), uma vez que um dos objetivos da divulgação de informações contábeis é confirmar as estimativas dos analistas.

Como no Experimento I, os resultados obtidos no Experimento II comprovam a quarta hipótese operacional considerada na pesquisa: H_{ID} . Depois da divulgação de “informações adicionais” por Beta, a percepção dos indivíduos sobre o nível de *disclosure* de Alfa foi negativamente impactada, de forma que o preço médio atribuído a essa organização no momento 5 é estatisticamente menor do que aquele observado no momento 1 (ver figura 10 e *p-value* da tabela 12, *momentos 1 e 5, Alfa* menor do que 0,05).

Figura 10: Experimento II - Preços da ação de Alfa e Beta nos momentos 1 e 5 – Análise Geral (N = 160)



Fonte: Dados da Pesquisa

Conforme figura 10, o preço médio atribuído a Alfa no momento 5 (\$ 64,96) é \$3,07 menor do que aquele atribuído no momento 1 (\$ 68,03). O *p-value* do teste *t* igual a 0,002902 (ver tabela 12) demonstra existir diferença estatística entre as duas avaliações, corroborando H_{ID} .

Entretanto, H_{IE} não se confirmou: o preço médio atribuído a Beta no momento 5 não é estatisticamente diferente daquele observado no momento 1. Mesmo tendo seu preço médio passado de \$ 73,33 no momento 1 para \$78,94 no momento 5 (ver figura 10), evidenciando um aumento de \$5,61, essa diferença não é significativa a 5% (*p-value* do teste *t* igual a 0,077313, conforme tabela 12). Como já evidenciado nos parágrafos anteriores, isso pode ter ocorrido, pois as expectativas iniciais dos indivíduos quanto ao desempenho e risco associados a Beta foram confirmadas nos momentos subsequentes, o que não impactou significativamente o valor de sua ação. Para Alfa, em contrapartida, os sujeitos corrigiram suas expectativas para baixo após a divulgação complementar de Beta, reduzindo o preço médio da ação. O fato de divulgar, utilizando outros formatos, as informações apresentadas no momento 1 impactou a percepção dos indivíduos quanto aos resultados de Beta, pois as

apostas iniciais se mantiveram. Mais do que isso, provocou, por si só, uma redução nos preços atribuídos à ação de Alfa.

Esses resultados corroboram aqueles observados no Experimento I, ou seja, a divulgação adicional das informações contábeis, através de gráficos e textos explicativos, divulgado por Beta foi interpretado como “nova informação”, impactando o processo decisório dos indivíduos que corrigiram ou confirmaram suas expectativas não apenas sobre a empresa que divulgou, mas também sobre a que não se manifestou. Os resultados do Experimento II, análise geral, estão resumidos no quadro 4.

Quadro 4: Hipóteses Operacionais e Resultados do Experimento II – Análise Geral

Hipóteses Operacionais da Pesquisa	Decisão
H_{IA} : No momento 1, o preço médio de Alfa não é estatisticamente diferente do preço médio de Beta.	Rejeitar
H_{IB} : A discrepância entre os preços da ação de Alfa e Beta aumenta a cada momento do experimento.	Não Rejeitar
H_{IC} : No momento 5, o preço médio de Alfa é estatisticamente menor que o de Beta.	Não Rejeitar
H_{ID} : a avaliação de Alfa no momento 5 é estatisticamente menor da avaliação realizada no momento 1.	Não Rejeitar
H_{IE} : a avaliação de Beta no momento 5 é estatisticamente maior da avaliação realizada no momento 1.	Rejeitar

Fonte: Dados da Pesquisa

A divulgação complementar de informações já evidenciadas com o uso de textos explicativos e gráficos foi considerada pelos indivíduos como informação adicional, uma vez que eles revisaram suas avaliações após a divulgação (reduziram o preço da ação da empresa que não divulgou e mantiveram o daquela que evidenciou, conforme resultados para H_{ID} e H_{IE}). Os participantes do estudo, diferentemente do que preconiza o pressuposto da racionalidade econômica ilimitada, foram significativamente influenciados pelo formato de apresentação das informações, uma vez que não conseguiram processar as informações divulgadas a partir do momento 2 no primeiro momento de avaliação, tendo suas expectativas corrigidas/impactadas pelas “informações complementares”.

É importante destacar o resultado divergente entre o Experimento I e II, referente a hipótese operacional de pesquisa H_{IE} . O efeito da divulgação complementar, apesar de presente nos dois experimentos, apresentou-se diferentemente nas avaliações dos indivíduos. No primeiro (segundo) experimento, onde Beta apresentava os menores (maiores) valores absolutos para as métricas contábeis e, conseqüentemente, menor (maior) precificação, a evidenciação dos textos explicativos e gráficos por Beta fez com que os indivíduos

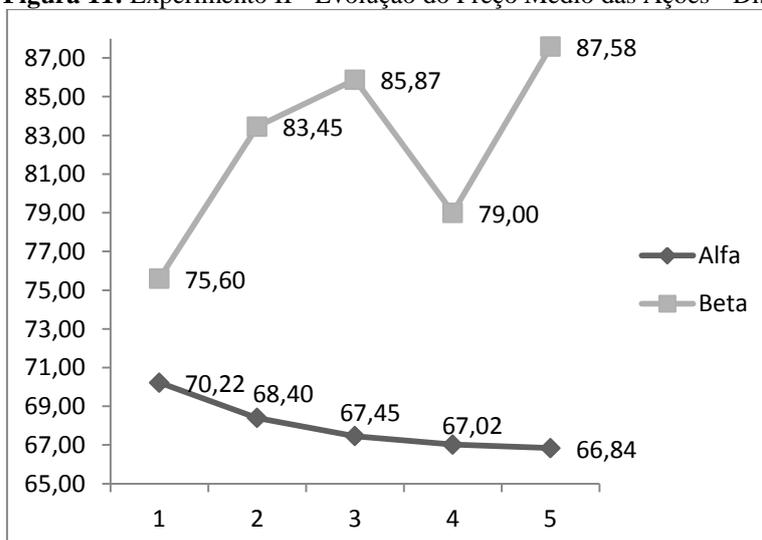
corrigissem para mais (mantivessem) o preço da ação de Beta e reduzissem o preço da ação de Alfa. Ou seja, no contexto de desvantagem (vantagem), a divulgação complementar melhorou (manteve) a avaliação da empresa com “melhor nível de *disclosure*”, enquanto piorou a avaliação da que “menos divulgou informações”. Nos dois casos, serviu para que os participantes da pesquisa diferenciassem positivamente Beta de Alfa.

Diante do exposto, seja qual for o contexto inicial (vantagem ou desvantagem), um *disclosure* corporativo englobando, além das demonstrações contábeis em seu formato tradicional, a evidenciação complementar de informações contábeis com o uso de recursos textuais e/ou gráficos impactou positivamente a percepção dos indivíduos sobre o nível de *disclosure* e avaliação da empresa que o divulgou, diferenciando-a positivamente da empresa que não o fez.

4.3.2 Análise Estratificada por Tipo de Respondente, Gênero e Idade

A divulgação de informações contábeis já evidenciadas utilizando-se de outro formato de apresentação (recursos textuais e/ou gráficos) impactou igualmente a percepção de discentes (ver figura 11), docentes (figura 12) e profissionais de mercado (figura 13). Todos inicialmente atribuíram maior preço a Beta e, a partir da divulgação das “informações complementares” por Beta, tiveram suas percepções sobre o nível de *disclosure* das empresas aparentemente impactadas, o que se refletiu nos preços médios atribuídos as ações de Alfa e Beta nos períodos subsequentes.

Figura 11: Experimento II - Evolução do Preço Médio das Ações - Discente (N = 55)



Fonte: Dados da Pesquisa

Assim como observado na Análise Geral do Experimento II, a discrepância entre as avaliações dos discentes quanto a ação de Alfa e Beta aumenta a cada momento do experimento: \$5,38, na avaliação 1; \$15,05, em 2; \$18,42, em 3; \$11,98, em 4; e \$20,74, no momento 5. De acordo com a tabela 13, *Discente*, em todos os momentos de avaliação foi verificada diferença estatística entre o preço médio atribuído a Beta e Alfa (*p-value* do teste *t* para os momentos 1, 2, 3, 4 e 5, discente, igual a 0,00000; 0,00497; 0,01398; 0,00000; e 0,01156.). Esses resultados confirmam a segunda (H_{IB}) e terceira (H_{IC}) hipóteses operacionais e refutam H_{IA} : mesmo padrão de resposta observado na análise geral.

Tabela 13: Experimento II - Estatística Descritiva – Análise Estratificada por Tipo de Respondente (N = 160)

<i>Tipo</i>	<i>Momentos</i>	<i>Empresas</i>	<i>Média</i>	<i>Desvio-Padrão</i>	<i>t test</i>	<i>p-value</i>
Discente (N=55)	1	Alfa	70,22	6,30	-5,155	0,00000
		Beta	75,60	7,73		
	2	Alfa	68,40	6,50	-2,094	0,04097
		Beta	83,45	57,40		
	3	Alfa	67,45	7,48	-2,540	0,01398
		Beta	85,87	57,42		
	4	Alfa	67,02	6,31	-6,325	0,00000
		Beta	79,00	10,00		
	5	Alfa	66,84	6,64	-2,61	0,01156
		Beta	87,58	57,75		
Docente (N=54)	1	Alfa	68,67	19,48	-2,570	0,01301
		Beta	75,52	36,16		
	2	Alfa	66,69	20,88	-3,353	0,00148
		Beta	75,78	37,45		
	3	Alfa	64,80	12,40	-8,291	0,00000
		Beta	71,87	12,92		
	4	Alfa	65,13	11,61	-8,427	0,00000
		Beta	72,98	11,87		
	5	Alfa	64,39	12,32	-9,55	0,00000
		Beta	73,96	13,91		
Profissional (N=51)	1	Alfa	65,00	18,96	-4,479	0,00004
		Beta	68,57	20,46		
	2	Alfa	64,82	17,93	-5,055	0,00001
		Beta	71,73	17,96		
	3	Alfa	62,33	16,22	-6,672	0,00000
		Beta	74,31	18,90		
	4	Alfa	62,76	17,95	-5,395	0,00000
		Beta	73,35	17,25		
	5	Alfa	63,55	18,33	-4,86	0,00001
		Beta	74,90	17,10		

Fonte: Dados da Pesquisa

Ainda entre os discentes, a evidenciação de “informações adicionais” por Beta, aparentemente tanto impactou positivamente a avaliação de sua ação, como resultou na

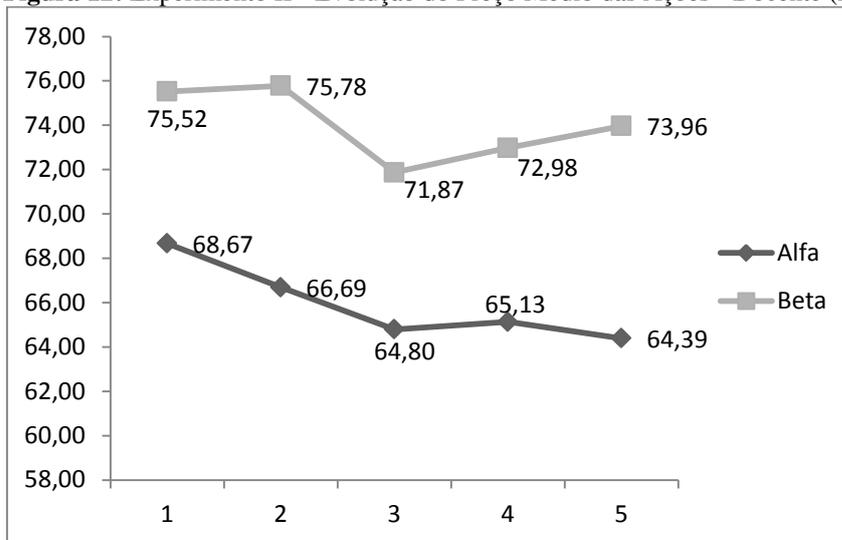
desvalorização de Alfa: a cada momento do experimento, preço médio de Beta aumenta e o de Alfa diminui. Todavia, só existe evidência estatística para a diferença nos preços de Beta nos momentos 2 e 3; e para Alfa nos momentos 1 e 2 e 1 e 5 (ver *p-values* do teste *t* na tabela 14, *discente*). Percebeu-se no padrão de resposta dos 55 discentes que o preço médio de Alfa no momento 5 (\$66,84) é estatisticamente menor do que aquele atribuído no momento 1 (\$70,22), conforme *p-value* dos momentos 1 e 5 de Alfa, *Discente*, igual a 0,00155, o que confirma H_{ID} . Para a ação de Beta, todavia, mesmo diante da grande discrepância entre os preços, não se constatou diferença estatística nas avaliações realizadas no momento 5 (\$87,58) e no momento 1 (\$75,60) – *p-values* dos momentos 1 e 5, *Beta, Discente*, igual a 0,125865, o que vai de encontro a H_{IE} .

Tabela 14: Experimento II - Diferença Estatística entre os preços da ação da empresa de um momento para outro – Análise Estratificada por Tipo de Respondente (N = 160)

Gênero	Momentos	Alfa		Beta	
		<i>t test</i>	<i>p-value</i>	<i>t test</i>	<i>p-value</i>
Discente	1 e 2	3,41	0,001250	-1,14	0,261126
	2 e 3	1,79	0,079107	-2,67	0,010074
	3 e 4	0,68	0,496326	0,99	0,325272
	4 e 5	0,37	0,710313	-1,26	0,213691
	1 e 5	3,43	0,001155	-1,55	0,125865
Docente	1 e 2	3,07	0,003406	-0,26	0,795684
	2 e 3	0,79	0,434962	0,83	0,408017
	3 e 4	-0,34	0,737535	-1,36	0,178804
	4 e 5	0,89	0,379370	-1,02	0,311733
	1 e 5	1,97	0,054141	0,33	0,741768
Profissional	1 e 2	0,13	0,895852	-2,11	0,039696
	2 e 3	2,37	0,021500	-3,26	0,002002
	3 e 4	-0,61	0,541655	1,32	0,192029
	4 e 5	-1,00	0,322126	-2,04	0,046677
	1 e 5	0,75	0,457621	-3,38	0,001396

Fonte: Dados da Pesquisa

Os 54 docentes que responderam o Experimento II atribuíram maior valor a Beta (ver figura 12), constatando-se diferença estatística entre os preços das duas ações (*p-value* do teste *t* para o momento 1, *Docente*, igual a 0,01301, conforme tabela 13), evidenciando resultado similar ao obtido na análise geral: rejeição de H_{IA} .

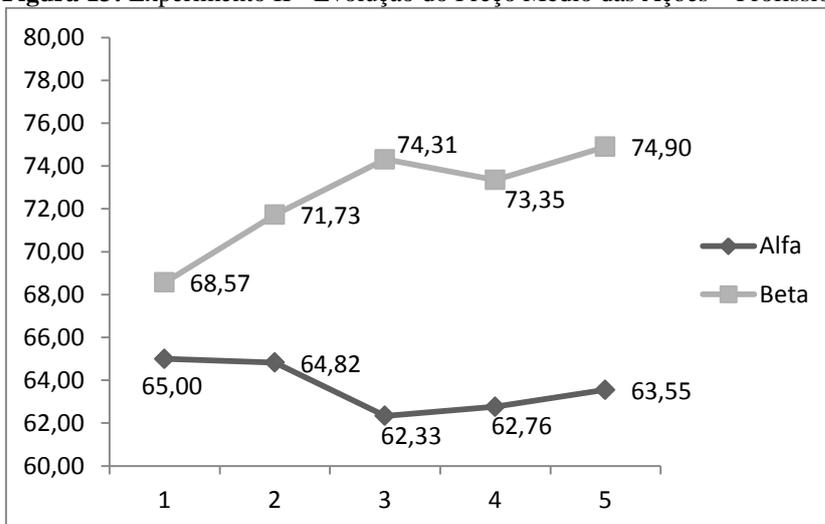
Figura 12: Experimento II - Evolução do Preço Médio das Ações - Docente (N = 54)

Fonte: Dados da Pesquisa

Após a divulgação complementar das informações contábeis sob outros formatos, a diferença entre as avaliações dos docentes também aumenta a cada momento do experimento, alcançado o ápice na 5ª avaliação (\$6,85; \$9,09; \$; \$7,07; e \$7,85 e \$9,57; nos *momentos 1, 2, 3, 4 e 5*, respectivamente), constatando-se diferença estatística entre o valor de Beta e Alfa em todos os momentos (*p-values* do teste *t* para os momentos 1, 2, 3, 4 e 5 igual a 0,01301; 0,00148; 0,00000; 0,00000; e 0,00000, de acordo com a tabela 13). Tais resultados confirmam H_{IB} e H_{IC} e corroboram a análise geral.

Apesar de numa análise preliminar, a evidenciação de “informações adicionais” por Beta parecer ter trazido reflexos na precificação das ações de Alfa (diminuindo) e Beta (aumentando), só se encontrou evidência estatística de diferença entre os preços da ação de Alfa nos momentos 1 e 2; e 1 e 5 (*p-values* do teste *t*, *Beta, docente*, iguais a 0,003406 e 0,054141, respectivamente, conforme tabela 14).

Assim como observada na análise geral e estratificada para discentes, o preço médio atribuído a ação de Alfa no momento 5 (\$64,39) é estatisticamente menor (*p-value* do teste *t*, *momentos 1 e 5, Alfa*: 0,054141) do que o dado no momento 1 (\$ 68,67) o que significa não rejeitar H_{ID} entre os docentes. Porém, não se verificou diferença estatística entre o valor atribuído a ação de Beta no último (\$73,96) e no primeiro momento (\$75,52), o que vai de encontro a H_{IE} . Para os professores, assim como observado em todas as análises do Experimento II realizadas até aqui, a divulgação adicional de Beta foi relevante para a manutenção das suas expectativas quanto a essa empresa, porém fez com que eles revisassem para baixo o preço atribuído à ação de Alfa.

Figura 13: Experimento II - Evolução do Preço Médio das Ações – Profissional de Mercado (N = 51)

Fonte: Dados da Pesquisa

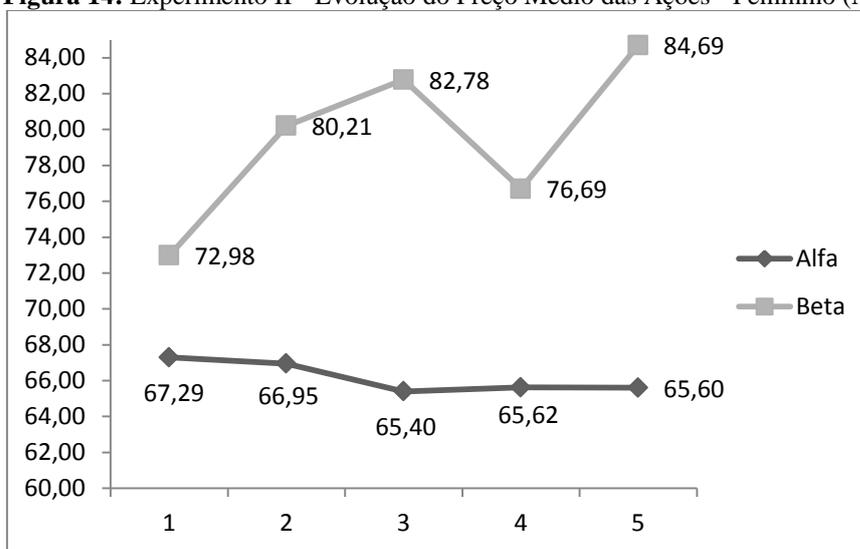
Da mesma maneira que discentes e docentes, influenciados pela apresentação de maiores valores absolutos para as métricas contábeis apresentadas, os profissionais de mercado diferenciaram significativamente (ver figura 13 e tabela 13, *p-value* do teste *t*, momento 1, *Professional*: 0,00004) Beta de Alfa, resultado que reprovava H_{IA} . Essa diferença só aumentou a cada “nova informação” divulgada por Beta: \$3,57; \$6,91; \$11,98; \$10,59; e \$11,35 para os momentos 1, 2, 3, 4 e 5, respectivamente, com comprovação estatística para todos os momentos (*p-values* do teste *t* < 0,05, para todos os momentos de *Professional*, de acordo com a tabela 13), confirmando H_{IB} . Também entre os profissionais de mercado, o preço médio de Beta (\$74,90) é estatisticamente maior (*p-values* do teste *t*: 0,00001 para os momentos 1 e 5, *Professional*, tabela 13) do que o de Alfa (\$63,55) no momento 5, comprovando, assim, H_{IC} .

Contudo, o padrão de resposta dos profissionais de mercado que participaram do Experimento II diferiu do apresentado pelos discentes e docentes no que se refere às hipóteses operacionais H_{ID} e H_{IE} . A divulgação das “novas informações” por Beta impactou positivamente a percepção desses indivíduos quanto ao nível de *disclosure* da empresa que evidenciou e, conseqüentemente, o preço de sua ação. Conforme *p-value* do teste *t*, momentos 1 e 5, *Beta*, de 0,001396, visualizado na tabela 14, o preço médio de Beta no momento 5 (\$74,90) é estatisticamente maior do que o do momento 1 (\$68,57). Em contrapartida não se verificou diferença estatística entre os preços da ação de Alfa nos momentos 5 (\$63,55) e 1 (\$65,00): *p-value* do teste *t*, momentos 1 e 5, *Alfa*, de 0,457621 (ver tabela 14). Tais resultados

rejeitam H_{ID} e confirmam H_{IE} e indicam que entre os profissionais de mercado, a divulgação por Beta das informações contábeis com o uso de narrativas e gráficos só teve impacto (no caso positivo) sobre sua avaliação, sendo irrelevante para a precificação de Alfa (que estatisticamente manteve-se a mesma após a divulgação).

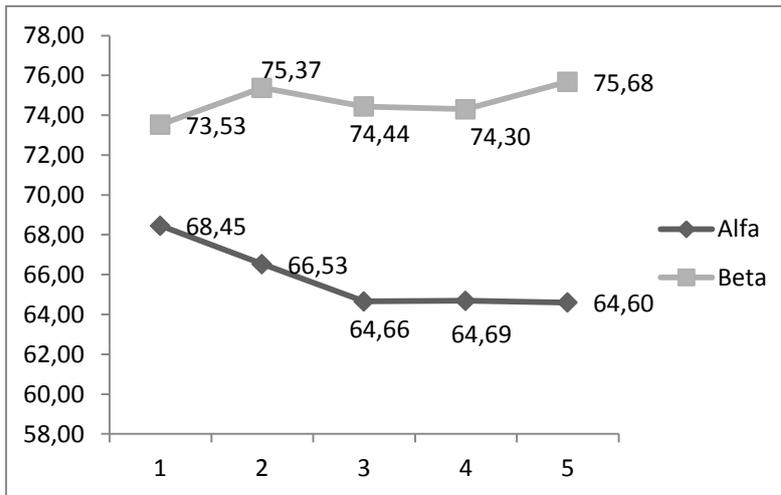
A divulgação das informações contábeis já apresentadas sob outros formatos impactou igualmente mulheres e homens e segue o mesmo padrão de resposta da análise geral como pode ser observado nas figuras 14 e 15.

Figura 14: Experimento II - Evolução do Preço Médio das Ações - Feminino (N = 58)



Fonte: Dados da Pesquisa

No primeiro momento de avaliação, as 58 mulheres e os 102 homens diferenciaram significativamente Alfa e Beta, atribuindo maior valor a última. O valor do *p-value* do teste *t* apresentado na tabela 14 (de 0,00000 e 0,00071 para o momento 1, feminino e masculino, respectivamente) confirma a existência de diferença estatística significando a rejeição de H_{IA} para os dois grupos.

Figura 15: Experimento II - Evolução do Preço Médio das Ações - Masculino (N = 102)

Fonte: Dados da Pesquisa

A cada “informação complementar” evidenciada por Beta, a diferença entre o seu preço médio e o atribuído a Alfa aumenta, sendo estatisticamente significativa em quatro dos cinco momentos entre as mulheres (exceção do momento 2) e em todos os momentos de avaliação realizados pelos homens (ver *p-values* do *test t* < 0,05 na tabela 14). Entre os participantes do gênero feminino (masculino) as diferenças nos momentos 1, 2, 3, 4 e 5 são de \$5,69; \$13,26; \$17,38; \$11,07 e \$19,09 (\$5,08; \$8,84; \$9,78; \$9,61; e \$11,08), respectivamente. Esses resultados indicam que a evidenciação de informação contábeis já apresentada em formato alternativo foi interpretada tanto por mulheres quanto por homens como nova informação e, por isso, afetou suas avaliações na direção de distinguir cada vez mais Beta (empresa com melhor nível de *disclosure*) de Alfa, confirmando H_{1B} .

Tabela 14: Experimento II - Estatística Descritiva – Análise Estratificada por Gênero (N = 160)

<i>Gênero</i>	<i>Momentos</i>	<i>Empresas</i>	<i>Média</i>	<i>Desvio-Padrão</i>	<i>t test</i>	<i>p-value</i>
Feminino (N=58)	1	Alfa	67,29	12,27	-5,366	0,00000
		Beta	72,98	15,88		
	2	Alfa	66,95	11,50	-1,929	0,05876
		Beta	80,21	57,27		
	3	Alfa	65,40	10,90	-2,531	0,01417
		Beta	82,78	57,19		
	4	Alfa	65,62	8,74	-6,474	0,00000
		Beta	76,69	12,63		
	5	Alfa	65,60	9,29	-2,54	0,01388
		Beta	84,69	57,35		
Masculino (N=102)	1	Alfa	68,45	17,90	-3,495	0,00071
		Beta	73,53	28,28		
	2	Alfa	66,53	18,41	-5,762	0,00000
		Beta	75,37	28,90		
	3	Alfa	64,66	13,43	-9,099	0,00000
		Beta	74,44	14,70		
	4	Alfa	64,69	14,59	-8,339	0,00000
		Beta	74,30	13,96		
	5	Alfa	64,60	14,95	-8,28	0,00000
		Beta	75,68	14,34		

Fonte: Dados da Pesquisa

No último momento de avaliação, a diferença entre o preço das duas ações atinge seu máximo nos dois grupos analisados: \$19,09 entre as mulheres e \$11,08 entre os homens, sendo estatisticamente significativa para ambos. O preço médio de Beta (\$84,69 dado pelas mulheres e \$75,68 pelos homens) é estatisticamente maior do que o de Alfa (\$65,60, precificação feminina e \$64,60, masculina), conforme *p-value* do teste *t*, *momento 5* equivalente a 0,01388 e 0,00000 (ver tabela 14), confirmando também H_{IC} .

Um resultado interessante observado no estrato feminino divergente da análise geral é que, entre as mulheres, apesar da aparente valorização (desvalorização) de Beta (Alfa) após a “evidenciação complementar” não se constatou diferença estatística entre os preços médios atribuídos a Beta nos momentos 1 e 5 e nem entre os preços de Alfa nos momentos 1 e 5 (*p-values*, *feminino*: 0,233049 e 0,121058, respectivamente, conforme tabela 15). A divulgação adicional das informações contábeis utilizando-se de outro formato não exerceu nenhum impacto na precificação realizada no momento 1 para as ações das duas entidades: as mulheres mantiveram os preços. A divulgação adicional por parte de Beta serviu como confirmação das expectativas iniciais.

Tabela 15: Experimento II - Diferença Estatística entre os preços da ação da empresa de um momento para outro – Análise Estratificada por Gênero (N = 160)

Gênero	Momentos	Alfa		Beta	
		<i>t test</i>	<i>p-value</i>	<i>t test</i>	<i>p-value</i>
Feminino (N=58)	1 e 2	0,30	0,763457	-1,08	0,284629
	2 e 3	2,28	0,026135	-2,49	0,015703
	3 e 4	-0,23	0,818530	0,92	0,361425
	4 e 5	0,02	0,986364	-1,22	0,226254
	1 e 5	1,21	0,233049	-1,57	0,121058
Masculino (N=102)	1 e 2	4,03	0,000108	-3,27	0,001449
	2 e 3	1,39	0,167280	0,37	0,710220
	3 e 4	-0,06	0,948923	0,36	0,719110
	4 e 5	0,28	0,777404	-4,04	0,000104
	1 e 5	2,80	0,006134	-0,84	0,402492

Fonte: Dados da Pesquisa

Entre os homens o resultado foi similar ao observado na análise geral: o preço médio atribuído a ação de Alfa no momento 5 (\$64,60) é estatisticamente menor (*p-value* do teste *t*, *momentos 1 e 5*, Alfa: 0,006134, conforme tabela 15) do que o dado no momento 1 (\$ 68,45), enquanto que o valor atribuído a ação de Beta no último (\$75,68) não é estatisticamente diferente daquele dado no primeiro momento (\$73,53), o que significa, respectivamente, não rejeitar H_{ID} e rejeitar H_{IE} . A divulgação adicional de Beta foi importante à medida que confirmou as expectativas dos participantes do gênero masculino quanto ao seu desempenho e risco e impactou negativamente Alfa, que teve o preço de sua ação revisto e corrigido para baixo.

Em média, os participantes, independentemente de sua idade, atribuíram maior preço a Beta, diferenciando-a estatisticamente de Alfa (ver *p-values* do teste $t < 0,05$ na tabela 16). Apenas no grupo *Acima de 42 anos* não se encontrou evidência estatística da diferenciação de preços (*p-value* do teste t : 0,12787). Assim, o resultado geral obtido para H_{IA} (rejeição) é constatado em todas as faixas etárias com exceção dos sujeitos com idade acima de 42 anos.

Tabela 16: Experimento II- Estatística Descritiva – Análise Estratificada por Idade (N = 160)

<i>Idade</i>	<i>Momentos</i>	<i>Empresas</i>	<i>Média</i>	<i>Desvio-Padrão</i>	<i>t test</i>	<i>p-value</i>
19 a 24 anos (N = 36)	1	Alfa	68,47	10,29	-3,767	0,00061
		Beta	73,58	12,22		
	2	Alfa	67,53	10,20	-1,626	0,11302
		Beta	85,39	71,68		
	3	Alfa	67,33	11,10	-1,807	0,07934
		Beta	87,22	71,55		
	4	Alfa	66,61	9,58	-4,974	0,00002
		Beta	77,28	12,75		
	5	Alfa	66,36	9,93	-4,44	0,00009
		Beta	79,11	16,21		
25 a 30 anos (N = 40)	1	Alfa	69,68	14,78	-4,425	0,00008
		Beta	74,13	15,74		
	2	Alfa	68,28	11,96	-6,379	0,00000
		Beta	77,63	9,78		
	3	Alfa	66,53	10,06	-6,111	0,00000
		Beta	80,65	12,23		
	4	Alfa	67,10	13,09	-4,986	0,00001
		Beta	79,75	10,09		
	5	Alfa	67,23	13,22	-2,13	0,03962
		Beta	90,25	66,92		
31 a 36 anos (N = 27)	1	Alfa	71,11	5,06	-4,263	0,00023
		Beta	77,22	8,98		
	2	Alfa	69,89	6,26	-5,016	0,00003
		Beta	76,26	5,28		
	3	Alfa	66,56	7,69	-4,450	0,00014
		Beta	76,44	7,33		
	4	Alfa	65,00	8,50	-4,384	0,00017
		Beta	76,22	7,43		
	5	Alfa	64,59	11,32	-4,10	0,00036
		Beta	77,41	7,11		
37 a 42 anos (N = 25)	1	Alfa	65,68	14,46	-2,947	0,00703
		Beta	69,80	16,53		
	2	Alfa	64,00	15,90	-2,911	0,00766
		Beta	70,24	17,17		
	3	Alfa	64,24	14,83	-6,101	0,00000
		Beta	72,00	16,06		
	4	Alfa	65,64	11,99	-7,859	0,00000
		Beta	73,04	13,82		
	5	Alfa	64,44	14,72	-7,45	0,00000
		Beta	73,24	16,64		
Acima de 42 (N = 32)	1	Alfa	64,72	26,76	-1,564	0,12787
		Beta	71,53	47,78		
	2	Alfa	63,13	28,11	-2,332	0,02639
		Beta	73,31	49,74		
	3	Alfa	59,38	16,61	-7,564	0,00000
		Beta	67,63	18,46		
	4	Alfa	60,19	17,63	-5,688	0,00000
		Beta	67,84	18,36		
	5	Alfa	61,28	16,08	-5,90	0,00000
		Beta	70,38	18,90		

Fonte: Dados da Pesquisa

A discrepância entre os valores das ações de Beta e Alfa também parece aumentar a cada “nova informação” evidenciada por Beta em todas as faixas etárias analisadas, com maior intensidade entre os mais jovens, conforme tabela 17. Após a divulgação complementar de informações por Beta no momento 2, as expectativas dos indivíduos sobre desempenho e risco da empresa se mantém (valor médio da ação de Beta > Alfa).

Tabela 17: Experimento II - Diferença entre os preços da ação de Beta e Alfa em cada momento – Análise Estratificada por Idade (N = 160)

Diferença entre Preço Médio de Beta e Alfa (\$)					
Momentos	19 a 24 anos	25 a 30 anos	31 a 36 anos	37 a 42 anos	Acima de 42 anos
1	5,11	4,45	6,11	4,12	6,81
2	17,86	9,35	6,37	6,24	10,18
3	19,89	14,12	9,88	7,76	8,25
4	10,67	12,65	11,22	7,40	7,68
5	12,75	23,02	12,82	8,80	9,10

Fonte: Dados da Pesquisa

O preço médio atribuído Beta é diferente daquele dado a ação de Alfa em todas as faixas etárias, não se confirmando estatisticamente apenas nos momentos 2 e 3 entre os mais jovens (19 a 24 anos) e no momento 1 entre os mais experientes (Acima de 42 anos), de acordo com valor dos *p-values* do teste $t < 0,05$ evidenciados na tabela 16. A maior diferença entre o preço médio de Beta e de Alfa, estatisticamente comprovada, ocorreu no momento 5, para praticamente todas as faixas etárias consideradas (com exceção para a classe *Acima de 42 anos*, onde a maior diferença foi verificada no momento 2, conforme tabelas 16 e 17). Esses resultados indicam que o uso de recursos textuais e gráficos detalhando informações contábeis foi interpretado pelos indivíduos, independente de idade, como nova informação. As hipóteses operacionais H_{IB} e H_{IC} foram confirmadas para todas as faixas etárias consideradas.

A hipótese operacional H_{ID} confirmou-se apenas entre os indivíduos com idade entre 31 e 36 anos: para eles, a divulgação adicional das informações contábeis por Beta trouxe consequências negativas para Alfa que teve seu preço corrigido para menos – preço médio no momento 5 estatisticamente menor do que o preço médio no momento 1 (ver *p-value* do teste t , *momentos 1 e 5, Alfa*, na tabela 18). A hipótese de pesquisa H_{IE} só foi confirmada entre os mais jovens (19 a 24 anos) e entre aqueles com idade entre 37 e 42 anos. O preço médio atribuídos a ação de Beta por esses indivíduos no momento 5 é estatisticamente maior do que o dado no momento 1 (ver *p-value* do teste t , *momentos 1 e 5, Beta*, na tabela 18).

Tabela 18: Experimento II - Diferença Estatística entre os preços da ação da empresa de um momento para outro – Análise Estratificada por Idade (N = 160)

Gênero	Momentos	Alfa		Beta	
		<i>t test</i>	<i>p-value</i>	<i>t test</i>	<i>p-value</i>
19 a 24 anos (N = 36)	1 e 2	2,07	0,045738	-1,12	0,270106
	2 e 3	0,41	0,683377	-2,79	0,008415
	3 e 4	0,81	0,420994	0,94	0,353858
	4 e 5	0,98	0,335991	-2,09	0,043896
	1 e 5	1,67	0,103346	-4,29	0,000133
25 a 30 anos (N = 40)	1 e 2	0,86	0,395919	-1,84	0,073327
	2 e 3	2,22	0,032648	-2,32	0,025791
	3 e 4	-0,67	0,508051	1,00	0,321958
	4 e 5	-0,19	0,850640	-1,12	0,269410
	1 e 5	1,43	0,160981	-1,51	0,140216
31 a 36 anos (N = 27)	1 e 2	2,36	0,026198	0,57	0,576337
	2 e 3	2,01	0,054759	-0,21	0,838223
	3 e 4	1,69	0,102962	0,56	0,577039
	4 e 5	0,40	0,690870	-1,62	0,116528
	1 e 5	2,39	0,024569	-0,11	0,912827
37 a 42 anos (N = 25)	1 e 2	1,23	0,231850	-0,50	0,621449
	2 e 3	-0,12	0,905766	-1,38	0,180013
	3 e 4	-0,79	0,438662	-0,56	0,579536
	4 e 5	0,71	0,482268	-0,10	0,920106
	1 e 5	1,19	0,246768	-3,03	0,005746
Acima de 42 (N = 32)	1 e 2	1,59	0,121809	-1,88	0,069081
	2 e 3	0,99	0,329617	0,72	0,477325
	3 e 4	-1,16	0,254042	-0,60	0,552284
	4 e 5	-1,05	0,301466	-2,51	0,017562
	1 e 5	0,94	0,354052	0,15	0,885514

Fonte: Dados da Pesquisa

O resultado consolidado das análises estratificadas para o Experimento é apresentado no quadro 5. Os maiores valores absolutos para as métricas contábeis, divulgados por Beta no momento 1, influenciou a avaliação da maioria dos participantes do estudo que atribuíram maior valor a ação de Beta. Apenas os mais experientes (indivíduos com idade acima de 42 anos) perceberam que, relativamente, as entidades eram similares, e, assim, não diferenciaram-nas. Constatou-se no padrão de resposta da maioria dos indivíduos que a cada “informação adicional” evidenciada, a diferença entre o preço médio das duas ações aumentava, sendo estatisticamente significativa.

Quadro 5: Hipóteses Operacionais e Resultados do Experimento II – Análise Estratificada

Hipóteses Operacionais de Pesquisa	Decisão									
	Tipo de Respondente			Gênero		Idade (em anos)				
	Discente	Docente	Profissional	F	M	19 a 24	25 a 30	31 a 36	37 a 42	Acima de 42
H_{IA}	R	R	R	R	R	R	R	R	R	<u>NR</u>
H_{IB}	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR
H_{IC}	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR
H_{ID}	NR	NR	<u>R</u>	<u>R</u>	NR	<u>R</u>	<u>R</u>	NR	<u>R</u>	<u>R</u>
H_{IE}	R	R	<u>NR</u>	R	R	<u>NR</u>	R	R	<u>NR</u>	R

R: Rejeitar

NR: Não Rejeitar

Fonte: Dados da Pesquisa

O preço médio atribuído a Beta apresentou-se significativamente maior do que o dado a Alfa no quinto momento de avaliação em todos os grupos analisados. A utilização de narrativas e gráficos, esclarecendo informações já apresentadas, confirmou o preço atribuído a Beta no primeiro momento (exceto entre os profissionais de mercado e indivíduos com 19 a 24 anos e 37 a 42 anos, que ajustaram para mais o preço da ação de Beta). Também fez com que discentes, docentes, homens e indivíduos com idade entre 31 e 36 anos reajustassem para menos suas expectativas quanto a Alfa, finalizados os cinco momentos de avaliação.

A percepção dos participantes do estudo sobre o nível de *disclosure* das empresas foi de alguma maneira impactada pelas divulgações adicionais de textos explicativos e gráficos, mesmo se tratando de informações já evidenciadas, independente de serem discentes, docentes ou profissionais de mercado; do gênero masculino ou feminino; ou jovem ou mais experientes.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esse trabalho tem como principal objetivo analisar se um *disclosure* corporativo englobando, além das demonstrações contábeis em seu formato tradicional, a divulgação adicional dessas informações contábeis através do uso de recursos textuais e/ou gráficos impacta a percepção dos indivíduos sobre o nível de *disclosure* de uma entidade, afetando, assim, suas avaliações. A metodologia utilizada foi a experimental, simulando-se um mercado de capital onde os 276 participantes (professores e alunos do curso de Administração e Contábeis e profissionais de mercado dessas áreas), familiarizados com informações contábeis, tiveram que precificar a ação de duas empresas em cinco momentos distintos.

A maioria dos indivíduos participantes dessa pesquisa teve sua percepção sobre o nível de *disclosure* das empresas influenciada, uns com mais intensidade do que outros, pelas divulgações adicionais, mesmo se tratando de informações já evidenciadas, mas apresentadas sob outro formato (recursos textuais e gráficos). Esse resultado confirma a presença do efeito formulação, seja entre indivíduos jovens ou mais experientes; homem ou mulher; aluno ou profissional, detentor de mais conhecimento, e contradiz o conceito de *homo economicus* perfeitamente racional. Ou seja, os participantes não processaram de forma eficiente toda informação disponível, pois se assim o tivessem feito perceberiam que a divulgação complementar não passava de repetições que cabiam perfeitamente às duas entidades e, assim, não teriam suas avaliações impactadas.

Diante do exposto, é possível afirmar que um *disclosure* corporativo englobando, além das demonstrações contábeis em seu formato tradicional, a divulgação adicional das informações com o uso de gráficos e recursos textuais impactou positivamente a percepção dos indivíduos sobre o nível de *disclosure* de Beta (a empresa que divulgou), diferenciando-a positivamente de Alfa (maior preço foi atribuído à ação de Beta).

Os resultados dessa pesquisa são importantes para o processo de evidenciação de informações contábeis, pois:

- Constata que os indivíduos, de uma forma geral, não conseguem processar toda informação disponível nas demonstrações contábeis, principalmente quando o tempo de análise é pequeno;

- Comprova que textos explicativos e gráficos ajudam no entendimento da situação econômico-financeira das entidades, maximizando, assim os resultados do processo decisório dos agentes econômicos;
- Conscientes da presença do efeito formulação, os gestores podem tornar os relatórios e demonstrativos divulgados ao público mais atrativos, incorporando características que são mais valorizadas pelos indivíduos;
- Destaca para as empresas e gestores, que a divulgação adicional utilizando-se de formatos alternativos de apresentação pode influenciar positivamente as expectativas e crenças dos agentes econômicos, agregando valor para a empresa uma vez que as diferencia de seus concorrentes a um custo zero, uma vez que as informações já foram produzidas. Por exemplo, organizações que, junto com as demonstrações contábeis em seu formato tradicional, publicam textos explicativos e gráficos detalhando suas informações contábeis podem ser vistas como apresentando melhor nível de *disclosure* e, conseqüentemente, desfrutar dos seus benefícios.

Se a divulgação adicional de informações contábeis afetou discentes e profissionais das áreas de Administração e Contabilidade (que em tese apresentam conhecimento razoável dos negócios e das atividades econômicas) pode-se inferir que o efeito formulação constatado na apresentação de informações contábeis seja significativo entre os demais indivíduos. Assim, outra observação que merece discussão é a possibilidade de manipulação das avaliações dos indivíduos através do efeito formulação. Enfatizar – a partir de textos explicativos, indicadores e gráficos – pontos favoráveis de uma entidade pode ser uma tática utilizada pelos gestores para disfarçar (ou desviar a atenção) de outros resultados não tão positivos, direcionando as avaliações dos analistas, comprometendo sua qualidade. Assim, a divulgação adicional de informações contábeis poderia aumentar, ao invés de reduzir, a assimetria informacional. Entidades reguladoras e fiscalizadoras também devem estar cientes das conseqüências do efeito formulação na evidenciação contábil, buscando coibir manipulações.

Compreender que os indivíduos não conseguem processar toda informação disponível de maneira eficiente e de que certas informações podem ser mais bem compreendidas se apresentadas sob outro formato (existência do efeito formulação) é imprescindível para que a Contabilidade atinja seu objetivo de bem informar, auxiliando o processo decisório. A utilização de alguns recursos textuais e/ou gráficos no *disclosure*, esclarecendo e enfatizando

pontos importantes do desempenho organizacional, impactou significativamente a percepção dos indivíduos quanto ao nível de evidenciação de uma entidade.

Como perspectivas para trabalhos futuros e considerando a limitação desse estudo devido à heterogeneidade amostral recomenda-se a aplicação dos experimentos com outros indivíduos de outras cidades e regiões do país, não contemplados como se queria nesse estudo, com o objetivo de dar maior abrangência aos resultados obtidos. Avaliar o efeito da divulgação adicional de informações contábeis utilizando-se de textos explicativos e gráficos sobre a percepção dos analistas e profissionais de investimento do mercado de capitais, associados à Apimec, que transacionam constantemente nos mercados financeiros também dará maior robustez aos estudos sobre práticas de *disclosure*.

Também poderia ser importante verificar os efeitos da divulgação adicional das informações contábeis com o uso de outros recursos de apresentação em contextos negativos de desempenho (empresas apresentando prejuízos e situação econômico-financeira desfavorável), objetivando verificar simetria dos resultados.

REFERÊNCIAS

- ALDRIGHI, Dantes Mendes; MILANEZ, Daniel Yabe. Finança Comportamental e a Hipótese de Mercado Eficiente. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 9, n. 1, p. 41-72, Jan./Abr. 2005.
- AKERLOF, G. The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, v. 90, p. 629-650, 1970.
- ARKES, H.; BLUMER, C. The psychology of sunk costs. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, v. 35, n. 1, p. 124-140, 1985.
- ARKES, H. The psychology of waste. *Journal of Behavioral Decision Making*, v. 9, n. 3, p. 213-224, 1996.
- ARYA, Anil; MITTENDORF, Brian. Using Disclosure to Influence herd behavior and alter competition. *Journal of Accounting and Economics*. New York, v. 40, p. 231-246, 2005.
- BALL, R.; BROWN, P. An Empirical Evaluation of Accounting Numbers. *Journal of Accounting Research*, v. 6, n. 2, p. 159-178, 1968.
- BAMBER, E. M. Opportunities in Behavioral Accounting Research. *Behavioral Research in Accounting*, v. 5, p. 1-29, 1993.
- BARBERIS, Nicholas; THALER, Richard. A Survey of Behavioral Finance. *Bureau of Economic Research Working Paper*, Sept. 2002. In: *Advances in Behavioral Finance Vol. II*. Princeton University Press. Russell Sage Foundation, 2005.
- BARDSLEY, N.; CUBBIT, R.; LOOMES, G.; MOFFAT, P.; STARMER, C.; SUGDEN, R. *Experimental Economics: Rethinking the rules*. Princeton University Press, 2010.
- BEAVER, W. H. *Financial Reporting: An Accounting Revolution*. 3. ed. New Jersey: Prentice Hall, 1998.
- BEAVER, W. H. The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*. V. 6, 1968.
- BHOJRAJ, S.; LIBBY, R. Capital market pressure, disclosure frequency-induced earnings/cash flow conflict, and managerial myopia. *The Accounting Review*, v. 80, n. 1, p. 1-20, 2005.
- BIRCHLER, Urs; BÜTLER, Monika. *Information economics*. New York: Routledge, 2007.
- BIRNBERG, Jacob G.; SHIELDS, Jeffrey F. Three Decades of Behavioral Accounting Research: a Search for Order. *Behavioral Research in Accounting*, v. 1, p. 23-74, 1989.
- BOTOSAN, Christine A. Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*. v. 72, n. 3, p. 323-349, 1997.
- BOTOSAN, Christine A.; PLUMLEE Marlene A. Estimating expected cost of capital: a theory-based approach. *Working paper*. SSRN, 2001. Disponível em:

<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=279309>. Acesso em: 20 jul 2012.

BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Financial Accounting Information and Corporate Governance. *Journal of Accounting and Economics*, v. 32, p. 237–333, 2001.

BUSHEE, B. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review*, v. 73, n. 3, p. 305–333, 1998.

CASTRO JUNIOR, Francisco H. F.; FAMÁ, Rubens. As Novas Finanças e a Teoria Comportamental no Contexto da Tomada de Decisão sobre Investimentos. *Caderno de Pesquisas em Administração*, v. 9, n. 2, p. 25-35, Abr./Jun. 2002.

CHANG, C. Janie; YEN, Sin-Hui; DUH, Rong RUEY. An Empirical Examination of Competing Theories to Explain the Framing Effects. *Behavioral Research in Accounting*, v.14, p. 35-64, 2002.

CHEN, Kevin C.W.; CHEN, Shilong; WEI K.C. John. Disclosure, Corporate governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asias Emerging Markets. *Working Paper*, SSRN. Jun/2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=422000>, Acesso em: 21 jul 2012.

COMITE DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). Pronunciamento Técnico CPC 26 (R1) – Apresentação das Demonstrações Contábeis. 2011. Disponível em <<http://www.cpc.org.br/mostraOrientacao.php?id=14>> Acesso em: 9 out 2012.

DEARDEN, J. Problem in decentralized profit responsibility. *Harvard Business Review*, v. 38, n. 3, p. 79–86, 1960.

DECHOW, P.; SLOAN, R. Executive incentives and the horizon problem. *Journal of Accounting and Economics*, v.14, n. 1, p. 51–89, 1991.

DIAMOND, D., VERRECCHIA, R. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, v. 66, p. 1325–1355, 1991.

DYE, Ronald A. An Evaluation of “Essays on Disclosure” and the Disclosure Literature in Accounting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 32, p. 181-135, 2001.

DYE, Ronald E. Disclosure of Nonproprietary Information. *Journal of Accounting Research*, v. 23, n. 1, p. 123-145, Spring 1985.

EINHORN, Eti. Voluntary disclosure under uncertainty about the reporting objective. *Journal of Accounting and Economics*. New York: v. 43, p.245-274, 2007.

FERH, E.; GÄCHTER, S. Cooperation and punishment in public goods experiments. *American Economic Review*, v. 90, p. 980-94, 2000.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARD BOARD (FASB). *Statement of Financial Accounting Concepts No. 8*, 2010. Disponível em <<http://www.fasb.org/jsp/FASB/Page/SectionPage&cid=1176156317989>> Acesso em: 9 abr 2012.

- GUIDRY, Ronald P.; PATTEN, Dennis M. Voluntary disclosure theory and financial control variables: An assessment of recent environmental disclosure research. *Accounting Forum*, v.36, p. 81–90, 2012.
- GRAHAM, J. R. et al. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*. New York: v. 40, n.1-3, p.3-73, dec. 2005.
- GOEREE, J.; HOLT, C. A. Ten Little Treasures of Game Theory and ten intuitive contradictions. *American Economic Review*, v. 91, p. 1402-23, 2001.
- HAIL, Luzi. The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms. *Working Paper*, SSRN. October/2002. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=279276>. Acesso em: 21 jul 2012.
- HALFELD, Mauro; TORRES, Fábio de F. L. Finanças Comportamentais: Aplicações no Contexto Brasileiro. *Revista de Administração de Empresas*. São Paulo, v. 41, n. 2, p. 64-71, Abr./Jun. 2001.
- HARTONO, Joghiyanto. The Recency Effect of Accounting Information. *Gadjah Mada International Journal of Business*, v. 6, n. 1, p. 85-116, Jan. 2004.
- HATFIELD, H. Replacement and book value. *The Accounting Review*, v. 19, n. 1, p. 66–67, 1944.
- HEALY, P., HUTTON, A., PALEPU, K. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research*, v. 16, p. 485–520, 1999.
- HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishina G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, p. 405–440, 2001.
- HEATH, C.; FENNEMA, M. Mental depreciation and marginal decision making. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, v. 68, n. 2, p. 95–108, 1996.
- HEITZMAN, Shane; WASLEY, Charles; ZIMMERMAN, Jerold. The joint effects of materiality thresholds and voluntary disclosure incentives on firms' disclosure decisions. *Journal of Accounting and Economics*, v. 49, p. 109–132, 2010.
- HIRSHLEIFER, David. Investor Psychology and Asset Price. *The Journal of Finance*, v. 56, n. 4, p. 1533-1597, Aug. 2001.
- HOFFJAN, Andreas; SCHMITTING, Walter. Terra Incognita Controller. *Critical Perspectives on Accounting*, n.14, p. 707-712, 2003.
- HOFSTEDT, Thomas R.; KINARD, James C. A Strategy of Behavioral Accounting Research. *The Accounting Review*, v. 45, p. 38-54, Jan. 1970.
- JACKSON, S. The effect of firms' depreciation method choice on managers' capital investment decisions. *The Accounting Review*, v. 83, n. 2, p. 351–376, 2008.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the Firm: managerial behavioral, agency costs and ownership structures. *Journal of Financial Economics*, v. 3, p. 305-360, 1976.

JONPSON, Barney. Novo Padrão Contábil Influencia Decisão de Investidor. *Jornal Valor Econômico*. Edição 9 fev 2006.

KAHNEMAN, Daniel; TVERSKY, Amos. Choices, Values, and Frames. *American Psychologist*, v. 39, p. 341-350, 1984. In: *Choices, Values, and Frames*, p. 1-16. Cambridge: Cambridge University Press, 2000.

KAHNEMAN, Daniel; TVERSKY, Amos. Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*, v. 47, n. 2, p. 263-291, 1979. In: *Choices, Values, and Frames*, p. 17-43. Cambridge: Cambridge University Press, 2000.

KIM, O., VERRECCHIA, R. Market liquidity and volume around earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, v.17, p. 41-68, 1994.

KIMURA, Herbert; BASSO, Leonardo F. C.; KRAUTER, Elizabeth. Paradoxo em Finanças: Teoria Moderna versus Finanças Comportamentais. *Revista de Administração de Empresas*. São Paulo, v. 46, n. 1, p. 41-58, Jan./Mar. 2006.

LAUX, C.; LEUZ, C. The Crisis of Fair Value Accounting: Making Sense of the Recent Debate (April, 21 2009). *Accounting, Organizations and Society*, v. 34, 2009.

LEWELLEN, R. A.; LODERER, C.; MARTIN, K. Executive compensation and executive incentive problems: an empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, v. 9, dec. 1987.

LIBERTY, S.; ZIMMERMAN, J. Labor union contract negotiations and accounting choices. *The Accounting Review*, v. 61, p. 692-712, 1986.

LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima. *Utilização da Teoria da Divulgação para Avaliação da Relação do Nível de Disclosure com o Custo da Dívida das Empresas Brasileiras*. São Paulo, 2007. 108 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

MACHO-STANDLER, Inés; PEREZ CASTILHO, J. David. *An introduction to the economics of information: incentives and contracts*. 2. ed. New York: Oxford University Press, 2001.

MARTINS, Gilberto de Andrade; TEÓFILO, Carlos Renato. *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. São Paulo: Atlas, 2007.

MORGAN, J.; ORZEN, H.; SEFTON, M. An experiment study of price dispersion. *Games and Economic Behavior*, v. 54, p. 134-58, 2006.

MURCIA, F.D.; SOUSA, F.C.; DILL, R.P.; COSTA JR., N.A. Impacto do Nível de Disclosure Corporativo na Volatilidade das Ações de Companhias Abertas no Brasil. In CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 10, 2010, São Paulo, Anais... São Paulo: USP, 2010.

NAGAR, Venky; NANDA, Dhananjay; WYSOCHI, Peter. Discretionary Disclosure and Stock-based Incentives. *Journal of Accounting and Economics*, v. 34, p. 283–309, 2003.

NAKAMURA, Wilson Toshiro et al. Estudo sobre os Níveis de Disclosure adotados pelas Empresas Brasileiras e seu Impacto no Custo de Capital. In: ENANPAD, 30, 2006, Salvador, Anais... Salvador: ANPAD, 2006.

OKADA, E. Trade-ins, mental accounting, and product replacement decisions. *Journal of Consumer Research*, v. 27, n. 4, p. 433–446, 2001.

PINDYCK, Robert S.; RUBINFELD, Daniel L. *Microeconomia*. 7. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2010.

RABELO JUNIOR, Tarcísio S.; IKEDA, Ricardo H. Mercados Eficientes e Arbitragem: um estudo sob o enfoque das Finanças Comportamentais. *Revista de Contabilidade e Finanças*, v. 34, p. 97-107, jan./abr. 2004.

RITTER, Jay. R. Behavioral Finance. *Pacific Basin Finance Journal*, v. 11, n. 4, p. 429-437, Set. 2003.

SALOTTI, B. M.; YAMAMOTO, M. M. Ensaio sobre a teoria da divulgação. *Brazilian Business Review*, v. 2, n. 1, p. 53-70, 2005.

SCHMIDT, Paulo et al. Evidenciação de ativos intangíveis: uma forma de minimizar os problemas causados pela seleção adversa. In: ENANPAD, 29, 2005, Brasília, Anais... Brasília: ANPAD, 2005.

SELTEN, R.; SADRIEH, A.; ABBINK, K. Money does not induce risk neutral behavior, but binary lotteries do even worse. *Theory and Decision*, v. 46, p. 211-49, 1999.

SENGUPTA, Partha. Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. *The Accounting Review*. v. 73, n. 4. Out. 1998.

SHEHATA, M. Self-selection bias and the economic consequences of accounting regulation: An application of two-stage switching regression to SFAS No. 2. *The Accounting Review*, v. 66, n. 4, p. 768–787, 1991.

SHLEIFER, Andrei. *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*. New York. Oxford University Press, 2000.

SIMON, Herbert A. Rational Choice and the Structure of the environment. *Psychological Review*, v. 63, p. 129-138, 1956.

SOBREIRA, Rogério; PRATES, Carlos. A Racionalidade dos Mercados Eficientes: Algumas Notas de Finanças Comportamentais. In: ENCUESTRO INTERNACIONAL DE FINAZAS, IV, 2004, Chile. *Anais...* Chile, 2004.

STIGLITZ, Joseph E.; WEISS, Andrew. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, v. 71, n. 3, p. 393-410, Jun. 1981.

VERRECCHIA, Robert E. Essays on Disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, n. 32, p. 97-180, 2001.

VERRECCHIA, Robert E. Discretionary Disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, n. 5, p. 179-194, 1983.

YOSHINAGA, Claudia Emiko; OLIVEIRA, Raquel F. de.; SILVEIRA, Alexandre D. M.; BARROS, Lucas A. B. de C. Finanças Comportamentais: Uma Introdução. In: SEMINÁRIO EM ADMINISTRAÇÃO, VII, 2004, São Paulo. Anais... São Paulo: Semead, 2004.

APÊNDICE A – FORMULÁRIO DO EXPERIMENTO I



Perfil do Respondente – Dados Gerais

- *Gênero:* Masculino Feminino *Idade:* _____ anos completos
- *Tipo de Respondente:* Discente Docente Analista/Profissional de Investimento do Mercado de Capitais Outro

Perfil do Respondente – Discente

1. *Curso:* Administração Contabilidade Outro
2. *Turno:* Diurno Noturno
3. *Tipo de instituição que estuda:* Pública Particular
4. *Estado onde estuda:* _____
5. *Já cursou e concluiu a disciplina de Análise das Demonstrações Contábeis ou disciplina equivalente (Análise de Balanços ou Análise das Demonstrações Financeiras)?* Sim Não

Perfil do Respondente – Docente

1. *Principal área de formação:* Administração Contabilidade Economia Outro
2. *Maior titulação concluída:* Graduação Especialização Mestrado Doutorado
3. *Tempo de atuação na docência:* _____ anos completos
4. *Principal curso onde leciona:* Administração Contabilidade Outro
5. *Tipo da principal instituição onde leciona:* Pública Particular
6. *Estado da principal instituição onde leciona:* _____
7. *Principal disciplina que leciona:* _____

Perfil do Respondente – Analista/Profissional de Investimento do Mercado de Capitais

1. *Principal área de formação:* Administração Contabilidade Economia Outro
2. *Tipo de instituição onde cursou sua principal graduação:* Pública Particular
3. *Maior titulação concluída:* Graduação Especialização Mestrado Doutorado
4. *Tempo de atuação como analista financeiro:* _____ anos completos
5. *Estado onde reside:* _____

Perfil do respondente – Outro

1. *Profissão:* _____
2. *Principal área de formação:* Administração Contabilidade Economia Outro
3. *Tipo de instituição onde cursou sua principal graduação:* Pública Particular
4. *Maior titulação concluída:* Graduação Especialização Mestrado Doutorado
5. *Tempo de atuação na profissão (função):* _____ anos completos
6. *Estado onde reside:* _____



A seguir são evidenciadas algumas informações contábeis (valores em R\$ mil, exceto Lucro Líquido por ação e preço da ação) sobre as empresas Alfa e Beta.

	Alfa		Beta	
	30/9/20X1	30/6/20X1	30/9/20X1	30/6/20X1
Balanco Patrimonial – Consolidado				
Ativo Circulante	1.394.300	1.193.460	1.324.585	1.133.787
Disponibilidade	237.441	107.496	225.569	102.121
Ativo Não Circulante	1.180.591	1.156.200	1.121.561	1.098.390
Realizável a Longo Prazo	116.535	109.673	110.708	104.189
Imobilizado	1.023.538	1.003.731	972.361	953.544
Intangível	37.337	39.059	35.470	37.106
Passivo Circulante	476.795	438.896	452.955	416.951
Passivo Não Circulante	424.336	300.740	403.119	285.703
Endividamento Financeiro*	364.231	246.671	346.019	234.337
Patrimônio Líquido	1.673.760	1.610.024	1.590.072	1.529.523
<i>*Empréstimos, Financiamentos e Debêntures curto e longo prazo</i>				
Demonstração do Resultado – Consolidado	1/7/20X1 a 30/9/20X1	1/4/20X1 a 30/6/20X1	1/7/20X1 a 30/9/20X1	1/4/20X1 a 30/6/20X1
Receita Bruta de Vendas/Serviços	867.607	833.844	824.227	792.152
Receita Líquida	629.455	596.016	597.982	566.215
Custo dos Produtos Vendidos/Serviços Prestados	-272.484	-250.518	-258.860	-237.992
Resultado Operacional	84.930	81.168	80.684	77.110
Lucro (Prejuízo) Líquido	63.736	58.214	60.549	55.303
Lucro por Ação	1,02	0,93	0,97	0,89
Ebitda – acumulado do ano (até 30 setembro de 20X1)	339.100		322.145	
Demonstração dos Fluxos de Caixa – Consolidado	1/7/20X1 a 30/9/20X1	1/4/20X1 a 30/6/20X1	1/7/20X1 a 30/9/20X1	1/4/20X1 a 30/6/20X1
Atividades Operacionais	66.148	23.204	62.841	22.044
Atividades de Investimento	-178.988	-59.263	-170.039	-56.300
Atividades de Financiamento	111.490	25.018	105.916	23.767
Aumento (Redução) de Caixa e Equivalentes	1.350	-11.041	1.283	-10.489

Projeção	Alfa	Beta
	1/10/20X1 a 31/12/20X1	1/10/20X1 a 31/12/20X1
Receita Bruta de Vendas/Serviços	945.692	898.407
Lucro Líquido	73.296	69.631
Fluxo de Caixa Operacional	99.222	94.262

Empresa	Cotação – preço/ação (Agosto/20X1)
Alfa	R\$ 70,00
Beta	R\$ 70,00

Em 30/9/20X1, a cotação (preço/ação) da ação das empresas do setor de atividade onde Alfa e Beta estão inseridas situa-se numa faixa entre R\$ 65 a R\$ 80, dependendo das expectativas sobre o desempenho futuro das entidades e os riscos a elas associados.

Momento 2**Empresa Alfa**

Não divulgou

Empresa Beta

A crise financeira internacional trouxe grandes desafios para todos os empresários do Brasil e do mundo, e, apesar disso, a expansão dos resultados atingida pela Companhia aconteceu com êxito.

As condições macroeconômicas atuais são favoráveis ao setor e, nesse cenário promissor, a Companhia manterá seu foco na expansão de sua atividade operacional.

Momento 3**Empresa Alfa**

Não divulgou

Empresa Beta

Do segundo para o terceiro trimestre de 20X1, os investimentos realizados por Beta em ativos de longo prazo, utilizados para a produção de bens e serviços, cresceram mais de 200% quando comparado com o fluxo de caixa consumido nas atividades de investimento do trimestre anterior. No ativo não circulante, o investimento do segundo para o terceiro trimestre de 20X1 foi de mais de R\$ 20 milhões.

A expansão da capacidade produtiva da empresa já se reflete nos resultados, tanto operacional quanto líquido, que aumentaram 4,6% (mais de R\$ 3,5 milhões) e 9,5% (mais de R\$ 5,2 milhões) do segundo para o terceiro semestre de 20X1, respectivamente.

Com seu Plano Estratégico, Beta espera para o quarto trimestre de 20X1 um aumento de aproximadamente 9% na sua Receita Bruta de Vendas/Serviços e de 50% no fluxo de caixa operacional.

Momento 4**Empresa Alfa**

Não divulgou

Empresa Beta

Nossa atual estrutura de capital, mensurada principalmente pela relação da dívida líquida (diferença entre o endividamento financeiro e disponibilidades) sobre Ebitda, apresenta hoje níveis conservadores de alavancagem. Em 30 de setembro de 20X1, apresentávamos uma relação entre dívida líquida e Ebitda de 0,3739X.

Apesar do aumento do índice “relação capital de terceiro/capital total” que passou de 31,5% no segundo trimestre para 35% no terceiro trimestre, a empresa apresenta predominância significativa de fonte de recursos próprios, o que minimiza o risco da entidade. Tanto o índice de imobilização de recursos permanentes quanto o de dependência financeira da organização mantiveram-se estáveis (0,6 e 0,3, respectivamente em 30/6/20X1 e 30/9/20X1), o que evidencia o equilíbrio financeiro da instituição (maturidade entre os prazos de ativos e passivos) e uma maior garantia para os credores pelo maior uso de recursos próprios.

Momento 5

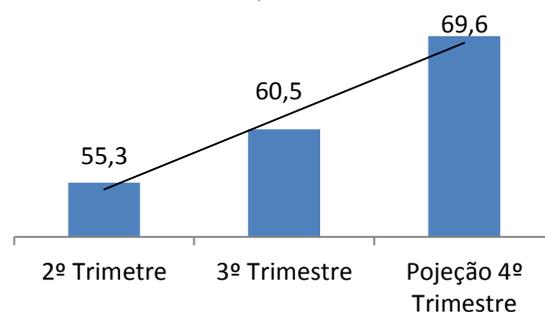
Empresa Alfa

Não divulgou

Empresa Beta

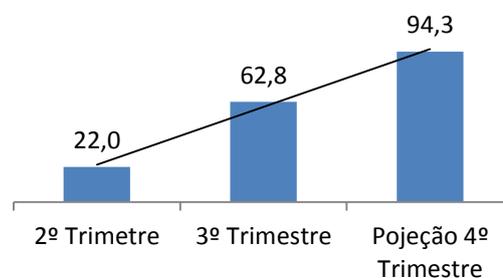
Encerramos o terceiro trimestre de 20X1 com um lucro líquido de R\$60,5 milhões, aumentando esse resultado em quase 9,5% em comparação com o lucro líquido de R\$55,3 milhões do segundo trimestre do mesmo ano. É esperado para o último trimestre do ano (1/10/20X1 a 31/12/20X1) um aumento de 15% nesse indicador, o que significa um lucro líquido de aproximadamente R\$ 69,6 milhões. Os resultados econômico-financeiros demonstram que, no cenário competitivo, Beta continua a tendência de crescimento, que pode ser melhor ilustrada pelo gráfico 1.

Gráfico 1: Evolução do Lucro Líquido (em milhões de reais)



Também é esperado para o último trimestre de 20X1 aumento de 50% no fluxo de caixa operacional. A evolução desse indicador pode ser visualizada no gráfico 2:

Gráfico 2: Fluxo de Caixa Operacional - em milhões de reais



APÊNDICE B – FORMULÁRIO DO EXPERIMENTO II



Perfil do Respondente – Dados Gerais

- *Gênero:* Masculino Feminino *Idade:* _____ anos completos
- *Tipo de Respondente:* Discente Docente Analista/Profissional de Investimento do Mercado de Capitais Outro

Perfil do Respondente – Discente

6. *Curso:* Administração Contabilidade Outro
7. *Turno:* Diurno Noturno
8. *Tipo de instituição que estuda:* Pública Particular
9. *Estado onde estuda:* _____
10. *Já cursou e concluiu a disciplina de Análise das Demonstrações Contábeis ou disciplina equivalente (Análise de Balanços ou Análise das Demonstrações Financeiras)?* Sim Não

Perfil do Respondente – Docente

8. *Principal área de formação:* Administração Contabilidade Economia Outro
9. *Maior titulação concluída:* Graduação Especialização Mestrado Doutorado
10. *Tempo de atuação na docência:* _____ anos completos
11. *Principal curso onde leciona:* Administração Contabilidade Outro
12. *Tipo da principal instituição onde leciona:* Pública Particular
13. *Estado da principal instituição onde leciona:* _____
14. *Principal disciplina que leciona:* _____

Perfil do Respondente – Analista/Profissional de Investimento do Mercado de Capitais

6. *Principal área de formação:* Administração Contabilidade Economia Outro
7. *Tipo de instituição onde cursou sua principal graduação:* Pública Particular
8. *Maior titulação concluída:* Graduação Especialização Mestrado Doutorado
9. *Tempo de atuação como analista financeiro:* _____ anos completos
10. *Estado onde reside:* _____

Perfil do respondente – Outro

7. *Profissão:* _____
8. *Principal área de formação:* Administração Contabilidade Economia Outro
9. *Tipo de instituição onde cursou sua principal graduação:* Pública Particular
10. *Maior titulação concluída:* Graduação Especialização Mestrado Doutorado
11. *Tempo de atuação na profissão (função):* _____ anos completos
12. *Estado onde reside:* _____



A seguir são evidenciadas algumas informações contábeis (valores em R\$ mil, exceto Lucro Líquido por ação e preço da ação) sobre as empresas Alfa e Beta.

Balço Patrimonial – Consolidado	Alfa		Beta	
	30/9/20X1	30/6/20X1	30/9/20X1	30/6/20X1
Ativo Circulante	1.324.585	1.133.787	1.394.300	1.193.460
Disponibilidade	225.569	102.121	237.441	107.496
Ativo Não Circulante	1.121.561	1.098.390	1.180.591	1.156.200
Realizável a Longo Prazo	110.708	104.189	116.535	109.673
Imobilizado	972.361	953.544	1.023.538	1.003.731
Intangível	35.470	37.106	37.337	39.059
Passivo Circulante	452.955	416.951	476.795	438.896
Passivo Não Circulante	403.119	285.703	424.336	300.740
Endividamento Financeiro*	346.019	234.337	364.231	246.671
Patrimônio Líquido	1.590.072	1.529.523	1.673.760	1.610.024
<i>*Empréstimos, Financiamentos e Debêntures curto e longo prazo</i>				
Demonstração do Resultado – Consolidado	1/7/20X1 a 30/9/20X1	1/4/20X1 a 30/6/20X1	1/7/20X1 a 30/9/20X1	1/4/20X1 a 30/6/20X1
Receita Bruta de Vendas/Serviços	824.227	792.152	867.607	833.844
Receita Líquida	597.982	566.215	629.455	596.016
Custo dos Produtos Vendidos/Serviços Prestados	-258.860	-237.992	-272.484	-250.518
Resultado Operacional	80.684	77.110	84.930	81.168
Lucro (Prejuízo) Líquido	60.549	55.303	63.736	58.214
Lucro por Ação	0,97	0,89	1,02	0,93
Ebitda – acumulado do ano (até 30 setembro de 20X1)	322.145		339.100	
Demonstração dos Fluxos de Caixa – Consolidado	1/7/20X1 a 30/9/20X1	1/4/20X1 a 30/6/20X1	1/7/20X1 a 30/9/20X1	1/4/20X1 a 30/6/20X1
Atividades Operacionais	62.841	22.044	66.148	23.204
Atividades de Investimento	-170.039	-56.300	-178.988	-59.263
Atividades de Financiamento	105.916	23.767	111.490	25.018
Aumento (Redução) de Caixa e Equivalentes	1.283	-10.489	1.350	-11.041

Projeção	Alfa	Beta
	1/10/20X1 a 31/12/20X1	1/10/20X1 a 31/12/20X1
Receita Bruta de Vendas/Serviços	898.407	945.692
Lucro Líquido	69.631	73.296
Fluxo de Caixa Operacional	94.262	99.222

Empresa	Cotação – preço/ação (Agosto/20X1)
Alfa	R\$ 70,00
Beta	R\$ 70,00

Em 30/9/20X1, a cotação (preço/ação) da ação das empresas do setor de atividade onde Alfa e Beta estão inseridas situa-se numa faixa entre R\$ 65 a R\$ 80, dependendo das expectativas sobre o desempenho futuro das entidades e os riscos a elas associados.

Momento 2**Empresa Alfa**

Não divulgou

Empresa Beta

A crise financeira internacional trouxe grandes desafios para todos os empresários do Brasil e do mundo, e, apesar disso, a expansão dos resultados atingida pela Companhia aconteceu com êxito.

As condições macroeconômicas atuais são favoráveis ao setor e, nesse cenário promissor, a Companhia manterá seu foco na expansão de sua atividade operacional.

Momento 3**Empresa Alfa**

Não divulgou

Empresa Beta

Do segundo para o terceiro trimestre de 20X1, os investimentos realizados por Beta em ativos de longo prazo, utilizados para a produção de bens e serviços, cresceram mais de 200% quando comparado com o fluxo de caixa consumido nas atividades de investimento do trimestre anterior. No ativo não circulante, o investimento do segundo para o terceiro trimestre de 20X1 foi de mais de R\$ 20 milhões.

A expansão da capacidade produtiva da empresa já se reflete nos resultados, tanto operacional quanto líquido, que aumentaram 4,6% (mais de R\$ 3,5 milhões) e 9,5% (mais de R\$ 5,2 milhões) do segundo para o terceiro semestre de 20X1, respectivamente.

Com seu Plano Estratégico, Beta espera para o quarto trimestre de 20X1 um aumento de aproximadamente 9% na sua Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços e de 50% no fluxo de caixa operacional.

Momento 4**Empresa Alfa**

Não divulgou

Empresa Beta

Nossa atual estrutura de capital, mensurada principalmente pela relação da dívida líquida (diferença entre o endividamento financeiro e disponibilidades) sobre Ebitda, apresenta hoje níveis conservadores de alavancagem. Em 30 de setembro de 20X1, apresentávamos uma relação entre dívida líquida e Ebitda de 0,3739X.

Apesar do aumento do índice “relação capital de terceiro/capital total” que passou de 31,5% no segundo trimestre para 35% no terceiro trimestre, a empresa apresenta predominância significativa de fonte de recursos próprios, o que minimiza o risco da entidade. Tanto o índice de imobilização de recursos permanentes quanto o de dependência financeira da organização mantiveram-se estáveis (0,6 e 0,3, respectivamente em 30/6/20X1 e 30/9/20X1), o que evidencia o equilíbrio financeiro da instituição (maturidade entre os prazos de ativos e passivos) e uma maior garantia para os credores pelo maior uso de recursos próprios.

Momento 5

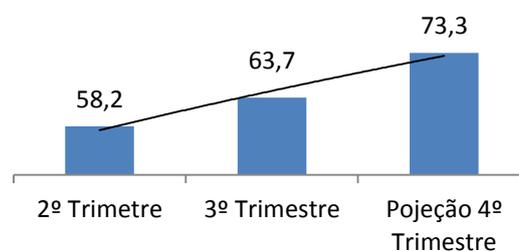
Empresa Alfa

Não divulgou

Empresa Beta

Encerramos o terceiro trimestre de 20X1 com um lucro líquido de R\$63,7 milhões, aumentando esse resultado em quase 9,5% em comparação com o lucro líquido de R\$58,2 milhões do segundo trimestre do mesmo ano. É esperado para o último trimestre do ano (1/10/20X1 a 31/12/20X1) um aumento de 15% nesse indicador, o que significa um lucro líquido de aproximadamente R\$ 73,3 milhões. Os resultados econômico-financeiros demonstram que, no cenário competitivo, Beta continua a tendência de crescimento, que pode ser melhor ilustrada pelo gráfico 1.

Gráfico 1: Evolução do Lucro Líquido (em milhões de reais)



Também é esperado para o último trimestre de 20X1 aumento de 50% no fluxo de caixa operacional. A evolução desse indicador pode ser visualizada no gráfico 2:

Gráfico 2: Fluxo de Caixa Operacional - em milhões de reais

