

Transparência das demonstrações financeiras das sociedades de grande porte no Brasil: um avanço necessário

Adolfo Henrique Coutinho e Silva
Fernando Dal-Ri Murcia*

Resumo

Este artigo visa examinar a necessidade de transparência das sociedades de grande porte no Brasil, com base em uma análise dos custos e benefícios econômicos esperados da exigência legal de que tais sociedades realizem a divulgação de suas demonstrações contábeis para acesso da sociedade em geral. Do ponto de vista da teoria econômica, a regulação governamental da transparência dessas sociedades seria justificável como forma de corrigir falhas de mercado, em especial a assimetria informacional, aumentando a alocação eficiente de recursos na economia. A exigência de maior transparência também seria justificável como um dever de prestar contas por parte daqueles que utilizam recursos públicos. Dessa forma, os balanços divulgados possibilitariam que os cidadãos monitorassem os resultados dessas empresas, gerando um debate mais racional acerca da efetiva utilização dos recursos públicos.

* Respectivamente, contador do BNDES e professor do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Universidade de São Paulo (USP). Os autores agradecem os comentários a Devisom Carlos de França Couto, advogado do BNDES, Vaner Guimarães da Silva e Emmanuel dos Santos Araripe de Macedo, ambos contadores do BNDES. Este artigo é de exclusiva responsabilidade dos autores, não refletindo, necessariamente, a opinião do BNDES.

Palavras-chave

Transparência. Evidenciação. Contabilidade financeira. Regulação contábil.

Abstract

This article aims to examine the transparency need of large companies in Brazil, based on an analysis of the economic costs and benefits expected of the legal requirement that these companies disclose their financial statements for society in general to access. From the point of view of economic theory, the government regulation of transparency of these companies would be justifiable as a way of correcting market failures, in particular informational asymmetry, increasing the efficient allocation of resources in the economy. The requirement for greater transparency would also be justified as a duty of accountability on the part of those who use public resources. Therefore, the disclosed balance sheets would enable citizens to monitor the results of these companies, thus creating a more rational debate on the effective use of public resources.

Keywords

Transparency. Disclosure. Financial accounting. Accounting regulation.

Introdução

Em 2005, um grupo de especialistas participou de um encontro internacional promovido pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), realizado em Istambul, para discutir o tema “governança corporativa de empresas não listadas em bolsa de valores em mercados emergentes”. Dentre os artigos publicados, como resultado do referido encontro, destaca-se o estudo realizado por Philip Barry, com o título “Mandatory financial disclosure by private corporations: an economic analysis”. O autor argumentou que as normas de divulgação aplicáveis para os relatórios contábeis de grandes corporações privadas (de capital fechado) variam significativamente entre os países que compõem a OCDE. Depois de uma análise dos custos e benefícios da exigência de divulgação das demonstrações contábeis por essas empresas, o autor concluiu que os países que não têm tradição de requerer a evidência de tais relatórios devem tratar com cautela qualquer proposta regulatória que passe a exigir tal publicação, devendo analisar os custos e benefícios analisados dessa regulação.

Apesar de o resultado do estudo soar inconclusivo, fica evidente que o contexto econômico e social de cada país é uma variável fundamental para analisar a questão e para fundamentar a implementação de tal iniciativa: a regulação da transparência.

Notadamente, supõe-se que, apesar da complexidade enfrentada na mensuração dos benefícios esperados pela exigência de divulgação por parte das grandes corporações não listadas em bolsa, em alguns países esses benefícios podem ser substancialmente superiores aos custos de *compliance* e publicação das empresas e de fiscalização da publicação pelos órgãos governamentais.

De qualquer modo, segundo Carvalhosa (2008), a Organização das Nações Unidas (ONU) recomenda que seja tornada pública a

posição patrimonial e os resultados econômicos das entidades que tenham influência nas comunidades nacionais.

No Brasil, em 2008, a aprovação da Lei 11.638/2007, que promoveu importantes modificações em temas de natureza contábil, deu início a duas polêmicas que geraram uma grande repercussão na mídia nos meses seguintes à aprovação: (a) o impacto fiscal dessas modificações nas empresas, decorrente dos efeitos da implementação de novas práticas contábeis; e (b) a obrigatoriedade de divulgação das demonstrações financeiras anuais por parte das sociedades de grande porte.

O tema da segunda polêmica, objeto de análise do presente artigo, mostrou-se relevante no cenário econômico nacional, pelo fato de os grandes grupos nacionais e as subsidiárias brasileiras de grandes grupos internacionais, constituídos na forma de sociedade empresarial limitada, não serem obrigados até então a publicar suas demonstrações contábeis. Isso foi adequadamente destacado em uma matéria publicada no portal da Bovespa em 13 de maio de 2009, com o título “Análise de lei dá a grandes limitadas opção de não publicar balanços” (JULIÃO, 2009).

Conforme levantamento realizado, em 2008, pela revista *Exame* “Melhores e Maiores”, de junho de 2008, e pela publicação “Valor 1000”, editada pelo *Valor Econômico*, de agosto de 2008, existiam então 219 empresas brasileiras constituídas na forma de sociedade limitada que se enquadravam no conceito de sociedade de grande porte (BRASIL, 2010).

Assim, grandes grupos empresariais seriam afetados por essa alteração da lei das sociedades por ações. Acerca dessa polêmica, o jornal *Valor Econômico* publicou, em 11 de janeiro de 2008, uma matéria com o título “Bancas divergem sobre lei contábil”, que resume bem o debate jurídico que veio à tona sobre a obrigatoriedade da publicação dos balanços das empresas limitadas de grande porte.

Segundo Goulart (2008), grandes escritórios de advocacia do país entendiam que havia a obrigação de divulgação dos balanços, e especialistas da área contábil argumentavam que “o espírito da lei requer a divulgação [...] Por que a empresa fica obrigada a elaborar demonstrações financeiras e auditá-las se não vai divulgá-las?”. No entanto, ainda conforme a matéria, a maioria dos escritórios de advocacia entendia que não existia a obrigatoriedade de divulgação de resultados por parte das companhias de grande porte de capital fechado e limitado. E foi este entendimento – o de que as sociedades limitadas não estariam obrigadas a publicar seus balanços – que predominou à época e ainda predomina nos dias atuais.

Entretanto, recentemente, em 25 de março de 2015, a Junta Comercial do Estado de São Paulo (Jucesp) retomou a discussão do polêmico assunto ao emitir a Deliberação 2, abordando a publicação das demonstrações financeiras de sociedades empresariais e cooperativas de grande porte, no *Diário Oficial* do estado e em jornal de grande circulação, e do arquivamento das publicações dessas demonstrações e das atas que as aprovam.

Art. 1º. As sociedades empresárias e cooperativas consideradas de grande porte, nos termos da Lei 11.638/2007, deverão publicar o Balanço Anual e as Demonstrações Financeiras do último exercício, em jornal de grande circulação no local da sede da sociedade e no Diário Oficial do Estado (SÃO PAULO, 2015).

Na retomada da discussão, busca-se examinar os custos e benefícios econômicos esperados, no contexto brasileiro, em consequência da exigência legal de que as sociedades de grande porte, independentemente de sua natureza jurídica, realizem a publicação de suas demonstrações financeiras para acesso da sociedade em geral.

Adicionalmente, além de discutir a importância da divulgação das demonstrações financeiras pelas empresas, também é realizada

nesse artigo da deliberação uma análise de questões como: (a) quais empresas devem divulgar suas demonstrações financeiras; (b) o que as empresas devem divulgar; (c) como as empresas devem divulgar essas informações (formas de arquivamento e publicação); e (d) como pode ser realizado o acompanhamento e fiscalização dessa divulgação.

Justifica-se a realização do presente estudo dada a importância econômica e a utilidade social das sociedades de grande porte para a economia brasileira. Conforme já destacado, o assunto não é consenso entre participantes do mercado, apesar de existirem argumentos favoráveis para que essas empresas se submetam ao mesmo nível de transparência de informações que as companhias abertas.

Assim, a relevância deste artigo decorre de uma análise dos custos e benefícios de divulgação dessas informações no contexto brasileiro e, principalmente, de reinserir tal assunto na agenda atual, perante as iniciativas governamentais de ampliar o número de empresas de capital aberto. Historicamente, as empresas brasileiras são, predominantemente, financiadas pelo setor bancário, além dos recursos dos proprietários, e não têm a tradição de divulgação voluntária de suas demonstrações financeiras.

Além desta breve introdução, o presente artigo contempla a análise da literatura acerca do tema “transparência corporativa”, com ênfase na análise econômica e social do *disclosure* contábil via divulgação das demonstrações financeiras. Na terceira seção, discutem-se as iniciativas de regulação da exigência de publicação das demonstrações financeiras no Brasil e a experiência de outros países sobre o tema. Em seguida, são analisados os argumentos favoráveis e contrários à divulgação de demonstrações financeiras pelas sociedades de grande porte no contexto brasileiro. Na quinta e última seção, são apresentadas considerações finais acerca do tema.

Transparência corporativa: análise econômica do *disclosure* contábil

No âmbito corporativo, o *disclosure*, frequentemente traduzido como evidenciação, pode ser caracterizado como a divulgação de informações sobre uma empresa. Gibbins, Richardson e Waterhouse (1990) definem o *disclosure* como a divulgação de informações contábeis quantitativas e/ou qualitativas por canais formais ou informais que objetivam oferecer informações úteis a possíveis usuários delas.

Esse conceito está relacionado ao conceito de transparência corporativa, definida por Bushee, Piotroski e Smith (2004) como a disseminação de informação relevante e confiável acerca de desempenho operacional, *performance* financeira, oportunidades de investimento, governança, valores e risco de uma empresa.

Na ótica da contabilidade, o *disclosure* representa a última fase do ciclo contábil, o qual é caracterizado, inicialmente, pelos processos de reconhecimento e mensuração dos eventos econômicos. De fato, o próprio objetivo principal da contabilidade, o de prover informações úteis a seus usuários, é atingido mediante a evidenciação das demonstrações financeiras aos usuários externos à empresa.

É importante destacar que o *disclosure* pode se dar por meio de diversos canais de comunicação, por exemplo, a publicação das demonstrações contábeis propriamente ditas, o *site* da empresa, reunião com analistas, jornais etc. Apesar disso, as demonstrações contábeis são, em geral, consideradas o mais importante meio de comunicação das informações empresariais (HAIL, 2002).

Isso ocorre porque as demonstrações contábeis são a base para a formação de diversos tipos de contratos entre as partes (BEAVER, 1998), como: remuneração de executivos, participação de funcionários nos lucros, distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio aos acionistas, pagamento de impostos ao governo, estabelecimento de restrições (*covenants*) de empréstimos etc.

Outro ponto importante que aumenta a relevância das demonstrações contábeis é o fato de serem, frequentemente, auditadas por partes independentes. De acordo com Ashbaugh e Davis-Friday (2002), o processo de monitoramento exercido pelos auditores independentes tende a tornar as demonstrações contábeis mais confiáveis.

Nesse contexto, em razão de sua importância na formação de contratos e por serem “certificadas” por parte independente, as demonstrações contábeis desempenham uma função extremamente relevante na economia: são a principal fonte de divulgação das informações de uma empresa.

A função informacional do *disclosure* corporativo

A disponibilidade de informações é um elemento-chave para a alocação eficiente de recursos e o crescimento da economia. A ausência de informações confiáveis impede a alocação de capital humano e financeiro (BUSHEE; SMITH, 2001), e o funcionamento eficiente do mercado financeiro depende, significativamente, do fluxo de informações entre a companhia e seus *stakeholders*.

Contudo, a informação é imperfeita, sua obtenção tem custo, existe assimetria de informação, e o nível dessa assimetria é afetado pela ação das companhias e dos indivíduos (STIGLITZ, 2000). Consequentemente, uma das principais barreiras ao desenvolvimento de certos mercados é o custo para se tornar bem-informado (YOUNG; GUENTHER, 2003).

Pode-se dizer que um investidor racional, que tem consciência de sua desvantagem informacional perante os usuários internos da empresa, apenas optará em investir na empresa caso suas incertezas sejam reduzidas a um nível satisfatório ou caso seja pago um prêmio por incorrer nos riscos decorrentes da falta de informação.

Esse argumento baseia-se no problema de assimetria informacional existente entre usuários internos da empresa (gestores, acionistas controladores etc.) e usuários externos (acionistas minoritários, credores etc.). George Akerlof, vencedor do Prêmio Nobel de Economia em 2001, foi o primeiro pesquisador (e talvez o mais importante) a modelar o conceito de assimetria informacional, em seu trabalho denominado “The market for ‘lemons’”, em 1970. Analiticamente, Akerlof (1970) demonstra que o problema de assimetria informacional pode levar ao colapso do mercado, no qual, em seu exemplo, os vendedores de bons carros abandonariam o mercado por não obterem preços justos. Esse problema decorrente da existência de assimetria informacional é conhecido como seleção adversa, no qual uma das partes detém mais informações (conhecimento) que a outra sobre o que está sendo contratado, o que pode levar os compradores a selecionarem de maneira incorreta os termos da operação.

No mercado de capitais, a seleção adversa implica que duas ações de empresas de “qualidades” diferentes seriam negociadas com o mesmo preço. Consequentemente, o problema da seleção adversa prejudica o acesso das empresas ao crédito, o que pode resultar no abandono de diversos projetos potencialmente rentáveis, impedindo a alocação eficiente de recursos na economia. Um exemplo aplicável no sistema bancário ocorre quando a taxa de empréstimo ao consumidor é muito maior que a taxa básica de juros. Em razão da elevação das taxas de juros, bons pagadores (com risco de crédito baixo) não irão tomar novos empréstimos, pois consideram muito custoso o cumprimento do acordo, enquanto os maus pagadores (com alto risco de crédito) contam com incentivos para contratar novos empréstimos mesmo com uma taxa de juros maior, já que, em muitos casos, não têm intenção de honrar seus compromissos.¹

¹ Ver Jafee e Russell (1976) para um detalhamento dessa discussão.

Nesse cenário de assimetria e seleção adversa, o *disclosure* corporativo objetiva “nivelar” as informações entre os participantes do mercado. De acordo com Leuz e Wysocki (2008), isso acontece de duas maneiras. A primeira é que, com mais informações públicas disponíveis, torna-se mais difícil e mais caro conseguir informações privadas, o que resulta em menos investidores com informações privilegiadas. A segunda é por o *disclosure* reduzir a incerteza acerca do valor da companhia, que, conseqüentemente, reduz a vantagem informacional que os investidores mais informados teriam. Nessa ótica, ambos os efeitos tendem a reduzir a proteção de preços imposta por investidores menos informados, gerando mais liquidez no mercado.

A ideia subjacente é que o *disclosure* reduz a assimetria aproximando os níveis de informação entre os participantes do mercado, visto que uma informação que antes era privada, à qual apenas os controladores e/ou aqueles com informação privilegiada tinham acesso, torna-se pública. Dessa forma, o nível de assimetria informacional diminui à medida que aumenta o nível de divulgação, isto é, eles mantêm uma relação inversa.

Do mesmo modo, o *disclosure* permite uma avaliação dos investimentos de maneira mais precisa, o que, de certa maneira, contribuiria para a alocação mais eficaz de recursos escassos. Como o *disclosure* reduz a assimetria informacional, investidores e analistas conseguem tomar melhores decisões.

Constata-se, portanto, que o *disclosure* corporativo tem uma importante função informacional, mitigando o problema de seleção adversa no mercado. Outra importante função do *disclosure* é aquela relacionada ao monitoramento dos administradores da companhia, em razão dos conflitos de agência. Tais conflitos ocorrem, em especial, em razão dos diferentes incentivos econômicos de que gestores e provedores de capital dispõem (JENSEN; MECKLING,

1976). Caso se assuma que tanto os gestores quanto os provedores de capital buscam maximizar seu próprio bem-estar, existe uma boa razão para acreditar que nem sempre os gestores irão agir de acordo com os melhores interesses daqueles que proveem o capital (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Assim, os problemas de agência manifestam-se, sobretudo, mediante escolhas que não maximizam o valor dos acionistas.

Como um possível remédio para os conflitos de agência, surge a governança corporativa, que, segundo Shleifer e Vishny (1997), trata justamente dos mecanismos que os provedores de capital (acionistas e credores) utilizam para assegurar o retorno de seu investimento.

De acordo com esse panorama, o *disclosure* corporativo desempenha um importante papel de governança, de monitoramento, já que as demonstrações contábeis proveem um conjunto de informações verificáveis acerca da *performance* dos gestores da empresa, o que gera uma ligação central entre a contabilidade e a governança corporativa (SLOAN, 2001). Assim, a função de governança das demonstrações contábeis contribui, diretamente, para a *performance* econômica da empresa, disciplinando gestores, por exemplo, a abandonar projetos não lucrativos.

A lógica é que a divulgação de informações sobre o desempenho da companhia tem valor, pois permite um julgamento mais acurado das ações do agente (gestor) (HOLMSTRON, 1979). Como consequência, essa divulgação tende a levar gestores a investir menos em projetos que destruíssem (ou diminuíssem) o valor da companhia. Assim, verifica-se que o *disclosure* aumenta a eficiência na alocação de recursos. Nesse contexto, o *disclosure* pode ser visto como uma atividade que limita a transferência de recursos dos minoritários para os controladores na medida em que torna as companhias mais visíveis, funcionando como um mecanismo de proteção contra a expropriação (LA PORTA *et al.*, 2000). De acordo com Bushee

e Smith (2001), o *disclosure* é um importante elemento da governança corporativa, já que permite aos investidores e a outras partes externas à empresa monitorar a *performance* e também compromissos contratuais.

***Disclosure* voluntário x *disclosure* obrigatório**

O *disclosure* voluntário é aquele que excede o que é exigido pela legislação e representa uma escolha livre (*free choice*) por parte dos gestores das empresas em divulgar informações adicionais para o processo decisório dos usuários (MEEK; ROBERTS; GRAY, 1995). Segundo Lanzana (2004), trata-se de uma importante ferramenta de diferenciação, pois possibilita às empresas oferecer informações sobre seu desempenho, estratégia, visão de mercado, programas de investimento etc.

Adotando-se uma perspectiva econômica, percebe-se que a relação custo-benefício de se divulgar uma informação de forma voluntária resulta em um *disclosure* total, parcial ou nulo. A ausência de custos de divulgação pressupõe uma divulgação completa (VERRECCHIA, 2001), mas à medida que os custos aumentam, o *disclosure* tende a reduzir (YAMAMOTO; SALOTTI, 2006).

Segundo Murcia (2009), a literatura acerca do *disclosure* corporativo para as companhias abertas é bastante ampla, e diversos estudos empíricos comprovaram que empresas com melhores práticas de *disclosure* podem usufruir de uma série de benefícios no mercado, como menor custo de capital próprio, menor custo de capital de terceiros, ações mais líquidas e com menor volatilidade, maior acompanhamento por parte dos analistas e maior número de investidores institucionais.

Ora, mas se existem tantos possíveis benefícios, por que, na prática, o *disclosure* de muitas empresas é reduzido? Ou, ainda, por

que algumas empresas sequer publicam seu faturamento anual? De acordo com uma perspectiva racional, muitas empresas divulgam poucas informações, ou não divulgam qualquer informação, porque existem custos com o *disclosure*. Como exemplos desses custos, podem-se destacar: custos de preparação e elaboração das informações, custos de auditoria, custos de publicação, custos políticos, relacionados ao maior monitoramento da sociedade, e também custos de propriedade, decorrentes da divulgação de uma informação estratégica a concorrentes (MURCIA, 2009).

Assim, quando a empresa divulga, voluntariamente, uma informação, assume-se que os benefícios dessa divulgação superam seus custos (COOKE, 1992; VERRECCHIA, 2001). Nesse contexto, adotando uma abordagem econômica, não haveria necessidade de obrigar uma empresa a divulgar informações quando os benefícios da divulgação dessa informação superassem seus custos.

Mas e quando os custos superam os benefícios? Assumindo-se uma racionalidade econômica por parte dos gestores, na ausência de obrigatoriedade, não haveria *disclosure* de determinada informação, ou ainda de qualquer informação da empresa, quando os custos de sua divulgação fossem superiores a seus benefícios. Ora, nesse cenário, existiria um *gap* entre o que as empresas estão dispostas a evidenciar e o que os usuários e a sociedade, efetivamente, demandam. E esta seria, justamente, a razão da regulação do *disclosure* corporativo: exigir as informações de que os usuários necessitam e que as empresas não estão dispostas a divulgar voluntariamente.

Assim, uma das possíveis justificativas para o *disclosure* obrigatório é sua função como mecanismo de comprometimento, já que obriga a empresa a divulgar informações em tempos bons ou ruins (BUSHEE; LEUZ, 2005). Seria, portanto, justificado como uma forma de exigir que a empresa divulgasse informações, mesmo quando isso trouxesse para ela mais malefícios do que benefícios.

Nesses casos, portanto, seria necessário regular o *disclosure* corporativo, por meio de leis e normas, obrigando as empresas a divulgar suas demonstrações contábeis.

De acordo com Hendriksen e Van Breda (1999), existem evidências de que as empresas relutam em aumentar sua divulgação financeira, sem que haja pressão proveniente da comunidade local ou do poder público. Diante disso, a regulação surge como balizador do processo de divulgação corporativa, tornando obrigatório o fornecimento de um conjunto mínimo de informações à sociedade. Esses argumentos estão fundamentados na possível incapacidade do mercado de disciplinar adequadamente o processo de evidencição corporativa.

É importante ressaltar que, conforme observado na revisão de literatura, o tema analisado pelo presente artigo – a divulgação de informações por empresas não listadas em bolsa – é pouco abordado pela comunidade científica da área de contabilidade e finanças. Isso ocorre porque a maior parte das pesquisas busca analisar companhias abertas e a função do *disclosure* corporativo no mercado de capitais.

Teorias da regulação: quando e por que regular o *disclosure* corporativo

As pesquisas empíricas sobre regulação utilizam quatro teorias (ou modelos) que ajudam a explicar o porquê de o governo regular o comportamento das empresas (e indivíduos), permitindo melhor compreensão do problema em análise neste artigo. As teorias desenvolvidas apresentam motivações e objetivos diferentes para o processo de regulação, conforme indicado no Quadro 1.

Quadro 1

Teorias da regulação

Teorias da regulação	Descrição
Teoria do interesse público	Defende que o governo deve intervir no mercado quando este não apresentar condições de competitividade adequadas e falhar na alocação eficiente dos recursos. Nesses casos, os políticos buscarão servir ao interesse público para corrigir as falhas de mercado.
Teoria econômica da regulação	Discute os incentivos e consequências econômicas da redistribuição de benefícios decorrentes da atividade de regulação. A regulação é vista como uma resposta a demandas de grupos de interesses agindo para ampliar seus próprios benefícios.
Teoria da escolha pública	Reconhece que: (a) os indivíduos no governo (políticos e reguladores) agem em interesse próprio; e (b) os indivíduos não são oniscientes. Dessa maneira, a regulação não busca ampliar o interesse público, mas sim aumentar os próprios interesses privados dos governantes.
Teoria da captura	Afirma que políticos e reguladores são “capturados” por interesses especiais dos entes regulados, de modo que a regulação dos mercados pode servir a interesses privados, e não para eliminar falhas de mercado, como seria o desejado para atender ao interesse público.

Fonte: Elaboração própria, com base em Dudley e Brito (2012).

Entre as teorias mencionadas, a que mais auxilia na explicação das razões para regular (ou não) determinado comportamento humano ou empresarial – a saber, o *disclosure* corporativo – é a teoria do interesse público. De acordo com essa teoria, os mercados não são completamente eficientes na alocação de recursos, e em certos casos a intervenção do governo pode ser apropriada. Segundo Dudley e Brito (2012), as falhas de mercado podem ser agrupadas em quatro categorias:

- i. Externalidades: ocorrem quando uma parte toma decisões que impõem custos ou benefícios para outra parte que não participou da decisão. Se essas decisões afetam o bem-estar de terceiros o suficiente para que a parte tenha de pagar para alterá-los, então os recursos não são alocados de modo que todos os custos sejam internalizados por algum participante do mercado.
- ii. Bens públicos: são aqueles para os quais os custos para prover uma unidade adicional são residuais e nos quais é muito custoso excluir usuários.
- iii. Ausência de competição (poder de monopólios): o poder de monopólio permite que uma empresa controle os preços de mercado, violando as condições perfeitas de mercado. A ausência de competição no mercado faz com que os preços praticados possam ser abusivos.
- iv. Assimetria informacional: os mercados podem não alocar os recursos de forma eficiente em função de não estarem completamente informados. A ausência de informações perfeitas/completas em uma transação não exige necessariamente a intervenção governamental.

Assim, na ótica da teoria do interesse público, a regulação: (a) faria com que as empresas internalizassem os custos, (b) esclareceria o direito de propriedade, (c) regularia monopólios ou (d) forçaria as empresas a prover informação.

Ressalta-se que, segundo Dudley e Brito (2012), a teoria da escolha pública leva a resultados opostos à teoria do interesse público. Por outro lado, a teoria da escolha pública pode levar a conclusões similares à teoria econômica da regulação, na qual as mudanças nas leis podem privilegiar um grupo ou outro. De acordo com a teoria da escolha pública, a intervenção governamental pode criar mais

ineficiência que aquela existente na situação inicial quando identificada uma falha de funcionamento do mercado, podendo, assim, tal intervenção produzir uma falha do governo na regulação. Destaca-se, ainda, que a teoria econômica da regulação parte das premissas de que: (a) os agentes são racionais e buscam ampliar seus benefícios; (b) um grupo de interesse pode convencer o governo a usar seu poder coercitivo para beneficiar o grupo; e (c) o governo tem poder coercitivo ao impor a aplicação de leis e regulamentos (DUDLEY; BRITO, 2012). Dessa forma, a regulação é viesada para beneficiar grupos de interesses por meio da regulação de questões específicas. Notadamente, a regulação irá refletir um balanço de forças políticas mais do que servir ao interesse de uma indústria regulada, como a teoria da captura sugere. A teoria da captura falha em explicar por que os reguladores são capturados e por quem. Por fim, vale destacar, ainda, que a teoria do interesse público também tem suas limitações, tais como: (a) ter como premissa que o ganho social líquido será maior com a regulação do que sem ela, sem explicar o mecanismo pelo qual a solução irá ocorrer; e (b) não ajudar a prever quando haverá regulação.

Especificamente acerca do *disclosure* corporativo, nota-se a necessidade, conforme já discutido ao longo desta seção, de reduzir a assimetria informacional entre a empresa e a sociedade. No caso das sociedades de grande porte, não obrigadas a divulgar demonstrações financeiras, a assimetria existente é enorme, haja vista que muitas delas sequer publicam informações básicas, como seu faturamento e seu número de funcionários.

Os argumentos favoráveis e contrários à divulgação de demonstrações financeiras pelas sociedades de grande porte no contexto brasileiro serão aprofundados a seguir.

Exigência de publicação das demonstrações financeiras: regulação nacional e internacional

Legislação (leis e projetos de leis) aplicável no Brasil

A exigência de publicação das demonstrações contábeis está definida na Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976,² que dispõe sobre as sociedades por ações,³ conforme destacado a seguir.

Seção II – Demonstrações Financeiras – Disposições Gerais

Art. 176. Ao fim de cada exercício social, a diretoria fará elaborar, com base na escrituração mercantil da companhia, as seguintes demonstrações financeiras, que deverão exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício:

I – balanço patrimonial;

II – demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados;

III – demonstração do resultado do exercício;

IV – demonstração dos fluxos de caixa; e (Redação dada pela Lei 11.638, de 2007);

V – se companhia aberta, demonstração do valor adicionado. (Incluído pela Lei 11.638, de 2007.)

§ 1º As demonstrações de cada exercício **serão publicadas**⁴ com a indicação dos valores correspondentes das demonstrações do exercício anterior. [...]

² Toda a legislação mencionada está disponível em <www.planalto.gov.br> ou em <www.cvm.org.br>.

³ Segundo a Lei 6.404/1976, a “companhia” ou “sociedade anônima” pode ser aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários, sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (BRASIL, 1976).

⁴ Destaca-se que a CVM está autorizada por lei (ver artigo 4º da Lei 11.638/2007) a definir diferentes níveis de exigência (inclusive de divulgação de informações) que poderão ser especificados por categorias de companhias abertas e demais emissores de valores mobiliários em função de seu porte e de espécies e classes dos valores mobiliários por eles emitidos e negociados no mercado.

§ 4º As demonstrações serão complementadas por notas explicativas e outros quadros analíticos ou demonstrações contábeis necessários para esclarecimento da situação patrimonial e dos resultados do exercício. [...]

§ 6º A companhia fechada com patrimônio líquido, na data do balanço, inferior a R\$ 2.000.000,00 (dois milhões de reais) não será obrigada à elaboração e publicação da demonstração dos fluxos de caixa. (Redação dada pela Lei 11.638, de 2007.)

§ 7º A Comissão de Valores Mobiliários poderá, a seu critério, disciplinar de forma diversa o registro de que trata o § 3º deste artigo. (Incluído pela Lei 11.941, de 2009.) (BRASIL, 1976, grifos nossos).

Em relação às sociedades de grande porte, constituídas sobre outra natureza jurídica, atualmente não existe a obrigatoriedade de divulgação de suas demonstrações financeiras, ainda que a Lei 11.638/2007 tenha instituído a obrigatoriedade de sua escrituração, elaboração e auditoria, como destacado a seguir.

Demonstrações Financeiras de Sociedades de Grande Porte

Art. 3º Aplicam-se às sociedades de grande porte, ainda que não constituídas sob a forma de sociedades por ações, as disposições da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, **sobre escrituração e elaboração** de demonstrações financeiras e a **obrigatoriedade de auditoria** independente por auditor registrado na Comissão de Valores Mobiliários.

Parágrafo único. Considera-se de grande porte, para os fins exclusivos desta Lei, a sociedade ou conjunto de sociedades sob controle comum que tiver, no exercício social anterior, ativo total superior a R\$ 240.000.000,00 (duzentos e quarenta milhões de reais) ou receita bruta anual superior a R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais) (BRASIL, 2007b, grifos nossos).

Cabe destacar que o texto original do projeto de alteração da Lei 6.404/1976 (Projeto de Lei 3.741/2000), que deu origem à Lei 11.638/2007, apresentava a seguinte redação:

Demonstrações Financeiras de Sociedades de Grande Porte

Art. 3º As disposições relativas à elaboração e publicação de demonstrações contábeis, inclusive demonstrações consolidadas, e a obrigatoriedade de auditoria independente, previstas na lei das sociedades por ações, relativamente às companhias abertas, aplicam-se também às sociedades de grande porte, mesmo quando não constituídas sob a forma de sociedades por ações.

§ 1º Considera-se de grande porte, para os fins exclusivos desta Lei, a sociedade ou conjunto de sociedades que façam parte de um mesmo grupo ou estejam sob controle comum que possuírem, no exercício social anterior, ativo acima de R\$ **120.000.000,00** (cento e vinte milhões de reais) ou receita bruta anual acima de R\$ **150.000.000,00** (cento e cinquenta milhões de reais).

§ 2º As publicações ordenadas neste artigo deverão ser **arquivadas no Registro do Comércio**.

Art. 4º As sociedades de grande porte ficam sujeitas, para efeito do disposto neste capítulo, **ao poder regulamentar e disciplinar da Comissão de Valores Mobiliários**, aplicando-se, no que couber, a legislação do mercado de valores mobiliários (BRASIL, 2000, grifos nossos).

Conforme já comentado, mesmo com a alteração do conteúdo do projeto de lei, surgiu, na época, uma polêmica acerca da existência ou não da obrigatoriedade de divulgação das demonstrações financeiras por parte das sociedades de grande porte. Diversas matérias foram publicadas em jornais de grande circulação (e outras mídias) com opiniões de especialistas defendendo tanto a necessidade de

publicação das demonstrações financeiras pelas empresas de grande porte, quanto a tese oposta.

O Quadro 2 contém alguns exemplos de notícias divulgadas na mídia sobre o tema.

Quadro 2

Notícias publicadas na mídia especializada sobre a contabilidade de empresas de grande porte

Data	Título	Fonte
11.1.2008	Bancas divergem sobre lei contábil	<i>Valor Econômico</i>
22.1.2008	As limitadas e a publicação de balanços	<i>Valor Econômico</i>
5.2.2009	Publicação de números de limitadas rende polêmica	<i>Valor Econômico</i>
4.3.2009	As empresas limitadas e as novas alterações na Lei das S.A.	<i>Valor Econômico</i>
13.5.2009	Análise de lei dá a grandes limitadas opção de não publicar balanços	Site da Bovespa
29.6.2009	A auditoria das sociedades de grande porte	<i>Valor Econômico</i>

Fonte: Elaboração própria.

Nota: As notícias publicadas estão disponíveis no *site* do jornal *Valor Econômico* e no *site* da BM&FBovespa.

Modesto Carvalhosa, renomado professor e advogado, por exemplo, defendeu em seu estudo (CARVALHOSA, 2008) que a interpretação sistemática, funcional e teleológica da Lei 11.638/2007 permitia concluir que todas as sociedades de grande porte, independentemente de seu tipo societário, deveriam elaborar e publicar suas demonstrações financeiras.

Segundo Carvalhosa (2008), a Lei 11.638/1976 não faz referência expressa à publicação das demonstrações financeiras, mas a assertiva de que as limitadas de grande porte não estariam obrigadas a publicar suas demonstrações financeiras trata-se de uma interpretação sem qualquer tecnicidade normativa. De acordo com ele,

as demonstrações financeiras das limitadas de grande porte devem obedecer ao regime jurídico estabelecido nos artigos 176 e seguintes da lei societária, que determina que as demonstrações de cada exercício serão publicadas (CARVALHOSA, 2008, p. 14).

Para o jurista,

a nova lei não trouxe expresso em seu texto a obrigatoriedade de publicação das demonstrações financeiras de empresas de grande porte, visto que já há no referido artigo 176 essa determinação, sendo desnecessária sua repetição no contexto do artigo 3º (CARVALHOSA, 2008, p. 16).

Destaca-se que o texto do anteprojeto de lei deixava bem clara a exigência de publicação das referidas demonstrações, mas o texto do anteprojeto foi vetado parcialmente, conforme indicado na Mensagem do Presidente da República 1.045, de 28 de dezembro de 2007, ao presidente do Senado Federal.

Em 14 de janeiro de 2008, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que contribuiu para a elaboração do Projeto de Lei 3.741, emitiu um comunicado ao mercado, informando que não existe menção expressa na Lei 11.638/2007 quanto à obrigatoriedade de publicação das demonstrações financeiras pelas empresas limitadas de grande porte e que elas podem, voluntariamente, divulgá-las para o atendimento de solicitações específicas de seus credores, fornecedores, clientes, empregados etc. (CVM, 2008).

Não resta dúvida de que esse tópico gerou muita polêmica na época, mas, depois do pronunciamento da CVM, essa polêmica foi encerrada, pelo menos em relação à nova lei. Assim, as empresas de grande porte de capital fechado, à luz da manifestação da CVM, não teriam a obrigatoriedade de divulgação de suas demonstrações financeiras.

Em 17 de junho de 2008, o senador Adelmir Santana encaminhou o Projeto de Lei 243, propondo que as sociedades de grande porte

passassem a publicar suas demonstrações financeiras na internet ou em jornal de grande circulação, independentemente da forma de sua constituição societária. O Projeto de Lei apresentou o seguinte texto:

Art. 3º Aplicam-se às sociedades de grande porte, ainda que não constituídas sob a forma de sociedades por ações, as disposições da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, sobre escrituração, elaboração e **publicação** de demonstrações financeiras e obrigatoriedade de auditoria independente por auditor registrado na Comissão de Valores Mobiliários.

§ 1º Considera-se de grande porte, para os fins exclusivos desta Lei, a sociedade ou conjunto de sociedades sob controle comum que tiver, no exercício social anterior, ativo total superior a **R\$ 240.000.000,00** (duzentos e quarenta milhões de reais) ou receita bruta anual superior a **R\$ 300.000.000,00** (trezentos milhões de reais).

§ 2º As sociedades de que trata o *caput* deste artigo publicarão as suas demonstrações financeiras em jornal de grande circulação **ou**, alternativamente, **na rede mundial de computadores, em sítios credenciados pelas Juntas Comerciais ou pela Comissão de Valores Mobiliários (NR) (BRASIL, 2008, grifos nossos)**.

O Projeto de Lei 243/2008 destacou como principal justificativa para a proposta de alteração de lei o fato de que a publicidade das informações contábeis das sociedades brasileiras contribui para a solidez do sistema econômico produtivo brasileiro, bem como assegura os direitos dos investidores.

Em 22 de abril de 2010, o parecer do senador Cícero Lucena, relator do projeto na Comissão de Ciência, Tecnologia, Inovação, Comunicação e Informática, foi voto favorável à aprovação do Projeto de Lei do Senado 243/2008, com a emenda a seguir:

§ 2º As sociedades de que trata o *caput* deste artigo publicarão as suas demonstrações financeiras em jornal de grande circulação e, **facultativamente**, na rede mundial de computadores, em sítios credenciados pelas Juntas Comerciais ou pela Comissão de Valores Mobiliários (NR) (BRASIL, 2010, grifos nossos).

O conteúdo do parecer apresentado na comissão destaca que a Lei 1.638/2007 criou a classificação de sociedade de grande porte exigindo que essas empresas, independentemente do tipo societário adotado, obedeçam às regras da Lei 6.404/1976 sobre escrituração e elaboração de demonstrações financeiras. Assim, o relator argumenta que “a publicação da demonstração financeira deriva de sua elaboração e da obrigatoriedade de auditoria externa da empresa, não tendo sentido elaborar a demonstração financeira sem publicá-la” e, adicionalmente, ressalta que a Lei 11.638/2007 torna mais transparente para o público as informações sobre as atividades empresariais das sociedades limitadas de grande porte no Brasil (BRASIL, 2010).

Em 10 de outubro de 2013, o Projeto de Lei 243/2008 foi distribuído ao senador Walter Pinheiro para emissão de relatório no âmbito da Comissão de Constituição, Justiça e Cidadania (CCJ). Em 26 de dezembro de 2014, o projeto de lei foi arquivado ao fim da legislatura, em atendimento ao regimento interno do Senado Federal.⁵

Quanto à forma de divulgação das demonstrações contábeis, o projeto de lei dispensa a publicação das demonstrações financeiras da sociedade de grande porte em órgão oficial da União, do estado ou do Distrito Federal. De acordo com o artigo 289 da Lei 6.404/1976, atualmente as empresas devem efetuar a divulgação de suas demonstrações financeiras em publicações governamentais e jornais de grande circulação.

⁵ De acordo com as normas do Senado Federal, a continuidade da tramitação de uma matéria que tenha sido arquivada requer a assinatura de um terço da composição da Casa e aprovação pelo Plenário até sessenta dias depois do início da primeira sessão legislativa da legislatura seguinte.

Art. 289. As publicações ordenadas pela presente Lei serão feitas no **órgão oficial da União ou do Estado ou do Distrito Federal**, conforme o lugar em que esteja situada a sede da companhia, e em outro **jornal de grande circulação** editado na localidade em que está situada a sede da companhia. (Redação dada pela Lei 9.457, de 1997.)

§ 1º A Comissão de Valores Mobiliários poderá determinar que as publicações ordenadas por esta Lei sejam feitas, também, em jornal de grande circulação nas localidades em que os valores mobiliários da companhia sejam negociados em bolsa ou em mercado de balcão, ou disseminadas por algum outro meio que assegure sua ampla divulgação e imediato acesso às informações. (Redação dada pela Lei 9.457, de 1997.) [...]

§ 5º Todas as publicações ordenadas nesta Lei deverão ser arquivadas no registro do comércio.

§ 6º As publicações do balanço e da demonstração de lucros e perdas poderão ser feitas adotando-se como expressão monetária o milhar de reais. (Redação dada pela Lei 9.457, de 1997.)

§ 7º Sem prejuízo do disposto no caput deste artigo, as companhias abertas poderão, ainda, disponibilizar as referidas publicações pela rede mundial de computadores. (Incluído pela Lei 10.303, de 2001.) (BRASIL, 1976).⁶

⁶ Em 24 de novembro de 2010, foi aprovado o requerimento 725, do senador Pálmato Paes, que solicitou que os projetos de lei do Senado 243/2008 e 323/2006 tramitassem em conjunto no Senado Federal. O Projeto de Lei 323, de 7 de dezembro de 2006, autoriza a utilização da internet como veículo de comunicação oficial, visando ampliar a cultura de transparência e o controle social da gestão pública. O artigo do referido projeto apresenta os seguintes termos: “Art. 1º. A União, Estados, Municípios e demais órgãos públicos poderão utilizar a internet como veículo de comunicação oficial” (BRASIL, 2006).

Ainda em relação à forma de divulgação das demonstrações contábeis, destaca-se o Projeto de Lei 5.061, de 27 de fevereiro de 2013 (BRASIL, 2013b), de iniciativa do deputado federal Anthony Garotinho, que altera o artigo 289 da Lei 6.404/1976, exigindo que: (a) as publicações realizadas pelas empresas, em decorrência de exigências da Lei das Sociedades Anônimas, sejam disponibilizadas na internet; e (b) as publicações requeridas pela Lei das Sociedades Anônimas sejam arquivadas no registro do comércio, o qual também deverá disponibilizá-las na *internet*. Segundo a justificativa apresentada, o projeto visa aumentar publicidade, transparência e economicidade (redução dos custos de publicação), bem como evitar maior agressão ao meio ambiente.⁷

Além da publicação das demonstrações financeiras no *Diário Oficial* e de seu arquivamento na junta comercial, as empresas com registro na CVM são obrigadas a apresentar suas demonstrações financeiras – (entrega do formulário Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) –, conforme estabelecido no Inciso I, do artigo 16, da Instrução CVM 202/1993.⁸ Com o Decreto 6.022, de 22 de janeiro de 2007 (BRASIL, 2007a), que instituiu o Sistema Público de

⁷ Em 2008, o Departamento Nacional de Registro do Comércio (DNRC), do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC), emitiu o Ofício-Circular 99/2008, no qual considerava facultativa a publicação das demonstrações financeiras das sociedades de grande porte nos jornais oficiais ou em outros meios de divulgação, para o efeito de ser deferido seu arquivamento nas juntas comerciais. Em processo de iniciativa da Associação Brasileira de Imprensas Oficiais (Abio), a juíza da 25ª Vara Federal de São Paulo suspendeu os efeitos do Ofício-Circular 99/2008, item 7, concedendo liminar impedindo que as empresas registrassem atos societários nas juntas comerciais sem que tenham publicado seus balanços em jornais (SÃO PAULO, 2010).

⁸ De acordo com a Instrução CVM 245/1996, as companhias abertas com registro para negociação de seus títulos e valores mobiliários em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado e cujo faturamento bruto anual consolidado, no exercício imediatamente anterior, tenha sido inferior a R\$ 100 milhões, estão dispensadas da apresentação do Relatório de Revisão Especial da ITR (artigo 1º, inciso I, alínea “b”).

Escrituração Digital (Sped),⁹ as empresas ainda são obrigadas a disponibilizar eletronicamente seus balanços para: a Secretaria da Receita Federal do Ministério da Fazenda; administrações tributárias dos estados, do Distrito Federal e dos municípios; e órgãos e entidades da administração pública federal (direta e indireta) que tenham atribuição legal de regulação, normatização, controle e fiscalização dos empresários e das pessoas jurídicas, inclusive imunes ou isentas, conforme estabelecido posteriormente pelo Decreto 7.979/2013.

Quanto à fiscalização e à sanção (*enforcement*), as companhias com registro na CVM estão sujeitas a multas pecuniárias (artigo 18, da Instrução CVM 202/1993), caso não disponibilizem suas demonstrações contábeis. Ademais, podem ter seu registro de companhia aberta suspenso ou cancelado, nos termos da Instrução CVM 287/1998.

Sobre o Registro Público de Empresas Mercantis, a Lei 8.934, de 18 de novembro de 1994, estabelece as regras relativas à prova de publicidade de atos societários.

Experiência internacional sobre o tema

Esta subseção expõe de forma resumida a experiência internacional relacionada à exigência de publicação de demonstrações financeiras por empresas de capital fechado, em especial as de grande porte.

Os países analisados em comparação com o Brasil fazem parte do G7, grupo que reúne os sete países mais industrializados e economicamente desenvolvidos do mundo: Estados Unidos da América (EUA), Alemanha, Canadá, França, Itália, Japão e Inglaterra (trata-se do antigo G8, com a Rússia excluída do grupo em 2014).

⁹ Segundo o Decreto 7.979/2013, o “Sped é instrumento que unifica as atividades de recepção, validação, armazenamento e autenticação de livros e documentos que integram a escrituração contábil e fiscal dos empresários e das pessoas jurídicas, inclusive imunes ou isentas, mediante fluxo único, computadorizado, de informações” (BRASIL, 2013a).

Como regra geral, os países analisados exigem que apenas as empresas que negociam títulos e valores mobiliários em bolsa de valores tenham registro na comissão de valores mobiliários local – Securities Exchange Commission (SEC), CVM etc. – e divulguem suas demonstrações financeiras auditadas. Destaca-se, por exemplo, a legislação norte-americana pela qual as empresas com mais de quinhentos investidores e mais de US\$ 10 milhões em ativos são obrigadas a ter registro no órgão regulador do mercado de capitais. Na Inglaterra, a exigência de arquivamento e publicação das demonstrações financeiras é aplicável a todas as empresas com responsabilidade limitada ao capital aplicado (*limited liability companies*).

Notadamente, em relação às empresas de capital fechado, as informações apresentadas no Quadro 3 demonstram que existem situações bastante variadas quanto à exigência de publicação das demonstrações financeiras. Os países-membros da União Europeia adotam um sistema de evidenciação mínima, conforme definido nas normas diretivas do bloco econômico. A primeira diretiva (First Council Directive, Dir. 68/151/EEC, de 9 de março de 1968) estabelece que as empresas com responsabilidade limitada ao capital aplicado devem arquivar suas demonstrações financeiras auditadas, nos termos da quarta diretiva (Dir. 78/660/EEC, de 25 de julho de 1978).

Liebman, Sonnie e Bojilova (2012) argumentam que os países que compõem a comunidade europeia são livres para implementar regras mais rigorosas ou que reduzam as exigências de evidenciação para as médias e pequenas empresas. Esses autores também indicam que os países da comunidade europeia têm regras mais exigentes que os EUA, com o objetivo de proteger o interesse de terceiros (credores, fornecedores, empregados, entre outros). Nos EUA, por outro lado, a premissa é que os potenciais acionistas, credores e parceiros de negócios de empresas de capital fechado podem requerer as informações de que eles necessitam como uma condição para realização de seus investimentos e empréstimos.

Quadro 3

Publicação de demonstrações financeiras de empresas privadas de capital fechado em países do G7 e Brasil

País	Exige divulgação?	Demonstrações consolidadas?	Exige auditoria externa?
Brasil	NÃO (Projeto de lei)	SIM (Para sociedades anônimas: todas; demais sociedades: com ativo superior a R\$ 240 milhões ou receita bruta anual superior a R\$ 300 milhões)	SIM (Para sociedades anônimas: todas; demais sociedades: com ativo superior a R\$ 240 milhões ou receita bruta anual superior a R\$ 300 milhões)
Canadá	NÃO	N/A	N/A
Estados Unidos da América	NÃO	N/A	N/A
Japão	NÃO	N/A	SIM (Para empresas com capital superior a ¥ 500 milhões ou passivo total superior a ¥ 20 bilhões)
Alemanha	SIM (Para empresa que atenda a dois dos três critérios: (a) vendas anuais maiores que € 8,8 milhões, (b) ativos maiores que € 4,4 milhões, e (c) mais de cinquenta empregados – média-ano)	SIM (Para empresa com vendas maiores de € 38 milhões ou vendas maiores € 19 milhões e mais de 250 empregados)	SIM (Para empresa que atenda a dois dos três critérios: (a) vendas maiores € 8,8 milhões, (b) ativos maiores € 4,4 milhões, e (c) mais de cinquenta empregados)
França	SIM (Para todas)	SIM (Para todas)	SIM (Para todas as sociedades anônimas, as sociedades em comandita por ações e as sociedades por ações simplificadas; para as sociedades de responsabilidade limitada: com ativos maiores € 1,55 milhões, vendas anuais maiores que € 3,1 milhões e mais de cinquenta empregados; últimos dois anos)

(Continua)

(Continuação)

País	Exige divulgação?	Demonstrações consolidadas?	Exige auditoria externa?
Itália	SIM (Para empresa que atenda a dois dos três critérios: (a) vendas anuais maiores que € 8,8 milhões, (b) ativos maiores que € 4,4 milhões, e (c) mais de cinquenta empregados – média-ano)	SIM (Para empresa que tenha atingindo os seguintes limites nos dois últimos anos: (a) ativos maiores que € 17,5 milhões, (b) vendas anuais maiores que € 35 milhões, e (c) número médio de empregados no ano de 250 milhões)	SIM (Para empresa que atenda a dois dos três critérios: (a) vendas anuais maiores que € 8,8 milhões, (b) ativos maiores que € 4,4 milhões, e (c) mais de cinquenta empregados – média-ano)
Inglaterra	SIM (Para todas as empresas com responsabilidade limitada e grandes corporações. As empresas menores divulgam apenas o balanço, sem auditoria) (Para empresa que atenda a dois dos três critérios: (a) ativos maiores que £ 2,8 milhões, (b) vendas anuais maiores que € 5,6 milhões, e (c) mais de cinquenta empregados)	SIM (As pequenas empresas – aquelas com vendas inferiores a £ 6,5 milhões e ativos inferiores a £ 3,25 milhões – são dispensadas dessa obrigação)	SIM (As pequenas empresas – aquelas com vendas inferiores a £ 6,5 milhões e ativos inferiores a £ 3,25 milhões – são dispensadas de auditar suas contas anuais: regra geral, desde 2008)

Fonte: Elaboração própria, com base nas informações disponíveis em: Barry (2005), que analisou os países que compõem o G5, Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e Esperti Contabili and The Association of Chartered Certified Accountants (2009), para os dados referentes à Itália e à Inglaterra; Lei Companies Act 2006, para a Inglaterra; e Lei Limited Partnerships Act, R.S.O. 1990, c. L.16, para o Canadá.

Notas: (1) N/A = Não Aplicável. (2) As informações apresentadas estão baseadas nas legislações federais dos países indicados. Eventualmente, em alguns países, os estados têm autonomia para definir suas próprias exigências de divulgação. (3) O conjunto das demonstrações financeiras a serem publicadas em alguns países pode variar de acordo com o porte ou tipo societário da empresa. (4) A tabela não faz referência ao conjunto de práticas contábeis que deve ser seguido na preparação das referidas demonstrações financeiras (normas contábeis locais ou internacionais).

Definição de sociedade de grande porte

Uma das questões complexas relacionadas à regulação da obrigatoriedade de divulgação das demonstrações contábeis é a forma de definição de uma sociedade de grande porte. A definição operacional pode utilizar como referência o valor monetário do total do ativo ou do total da receita operacional bruta ou líquida, número de empregados ou número de acionistas¹⁰ da empresa, por exemplo. Adicionalmente, pode-se considerar uma sociedade individualmente ou um grupo econômico (conjunto de sociedades sob controle comum) no cômputo das referidas métricas.

A escolha dessas métricas e de seus respectivos limites é extremamente relevante na determinação de quais empresas devem divulgar suas demonstrações contábeis, caso o porte seja o critério selecionado para fixar tal exigência.

De maneira geral, os critérios utilizados como referência variam significativamente de país para país, e os parâmetros utilizados nos países da comunidade europeia, por exemplo, são mais rigorosos que o da proposta do Projeto de Lei 243/2008.

No Brasil, de acordo com a Lei 11.638/2007, as sociedades de grande porte são aquelas com ativo acima de R\$ 240 milhões **ou** receita bruta anual acima de R\$ 300 milhões no exercício social anterior, considerando a sociedade ou um conjunto de sociedades que façam parte de um mesmo grupo ou estejam sob controle comum.

Questões como o tipo societário (S.A. ou Ltda.) são tratadas de forma diferente entre os países. Enquanto na comunidade europeia as empresas de responsabilidade limitada têm obrigação de divulga-

¹⁰ Nos EUA, por exemplo, as empresas com mais de cinquenta acionistas e mais de US\$ 10 milhões em ativos são obrigadas a ter registro na SEC e divulgar suas demonstrações financeiras.

ção, no Brasil a ênfase encontra-se apenas nas grandes corporações com essa mesma natureza jurídica.

Complementarmente, é razoável supor que determinados setores de atividades, em decorrência de suas características e de sua relevância econômica, poderiam também ter o mesmo tipo de exigência, independentemente do porte da empresa. Setores regulados ou nos quais existe um grande potencial de geração de empregos, ou que recebem regularmente benefícios fiscais, são candidatos naturais para que tenham a publicação de suas demonstrações contábeis.

Observa-se que a origem do capital (nacional ou estrangeiro) não é um aspecto crítico para a análise econômica. Ora, não deveriam empresas multinacionais – que se instalam no Brasil, recebem benefícios fiscais, se utilizam dos recursos naturais e do capital humano brasileiro – prestar contas de suas atividades à sociedade brasileira?

Em resumo, observa-se que a definição do porte da empresa, que deve ser considerado para exigência ou não de publicação das demonstrações contábeis, é relativamente arbitrária, podendo ser definida de acordo com diferentes critérios.

Análise dos prós e contras da exigência legal de divulgação das demonstrações financeiras de grandes corporações

A literatura econômica, em especial a teoria da regulação, sugere que a regulação econômica em geral, incluindo questões relacionadas à **divulgação obrigatória** de informações contábeis, somente é aplicável caso seja necessário corrigir falhas de mercado. As falhas de mercado normalmente identificadas, conforme já discutido, são: (a) existência de assimetria informacional; (b) ausência de competição; (c) existência de externalidades negativas; e (d) bens públicos.

Dentre as falhas de mercado que justificariam a regulação governamental da transparência, a que mais se destaca é a existência de problemas de **assimetria informacional**. Na presença de tal falha, seria razoável a implementação de uma nova regulamentação que conduzisse à maior transparência das informações contábeis das corporações com o objetivo de aumentar a eficiência econômica em geral.

Nesse cenário, maior transparência dessas corporações poderia permitir uma alocação mais eficiente dos recursos, sejam eles públicos ou privados. Para os provedores de recursos na forma de créditos bancários (privados e públicos) ou na forma de incentivos governamentais das esferas federal, estadual e municipal, tanto na forma de subvenções econômicas (de custeio ou de capital) como na forma de benefícios fiscais em geral, tal racionalidade econômica também é aplicável. Aqui, o problema de assimetria informacional é analisado pela visão dos provedores de recursos, que não os acionistas, que naturalmente têm acesso regular aos balanços contábeis das empresas e/ou outras informações complementares.

No caso das instituições financeiras públicas e privadas, é sabido que podem ter acesso privado a diversas informações financeiras e operacionais das empresas, até mesmo a seus balanços. No entanto, é razoável esperar que, em termos gerais, uma ampla divulgação das demonstrações contábeis das empresas permitiria uma redução do risco de crédito, com conseqüente redução do custo dos financiamentos para as empresas e do risco de crédito bancário, caso os bancos tivessem acesso às informações contábeis de um maior número de empresas que operam no mercado de interesse. O problema é que os bancos somente têm acesso às informações de seus clientes atuais e potenciais e não de todas as empresas que participam do mercado em geral. Segundo Arruñada (2015), existe um *trade-off* entre o “*disclosure* individual” e o “*disclosure* públi-

co” (política “nacional” de divulgação). Para esse autor, “a publicação das contas pode dar mais credibilidade e ser menos dispendiosa do que comunicá-los individualmente para as partes contratuais ou entregá-los apenas para as partes que o solicitem explicitamente” (ARRUÑADA, 2015, p. 12).

Ressalta-se, ainda, que a divulgação estruturada dos balanços pode gerar uma redução dos custos de coleta e processamento de dados (que atualmente ocorre caso a caso, conforme fluxo de operações), ampliando ainda mais a eficiência para o mercado de um modo geral.

Todavia, ressalta-se que tal iniciativa também irá requerer uma reforma administrativa na forma de arquivamento das demonstrações financeiras, ou pelo menos ajustes na estrutura atual de modo a permitir a criação de um sistema de informação de crédito *on-line* de acesso universal, conforme sugerido por Arruñada (2015). Notadamente, esse custo administrativo tende a ser absorvido pelo governo, enquanto a apuração de *spreads* de risco bancários mais precisos, mediante a construção de modelos de risco baseados em dados de uma amostra mais significativa de empresas, pode ter um impacto sobre o custo médio de capital das empresas e redução do risco das instituições financeiras.

Quanto aos investimentos públicos (em participações acionárias de empresas de capital fechado, incentivos governamentais e benefícios fiscais em geral), o problema de assimetria informacional surge quando a sociedade não tem muitas informações sobre os balanços contábeis das empresas apoiadas. Essa análise parte da premissa que o governo atua como um agente de mercado, provendo recursos relevantes para as empresas. Nessa ótica, o aumento de transparência requerido em geral está relacionado ao dever de “prestar contas” (*accountability*) por parte daqueles que utilizam recursos públicos. Mais uma vez, a premissa-base utilizada, que pode ser facilmente constatada, é que os recursos públicos são significativos

e permeiam as atividades empresariais privadas, especialmente no caso das grandes empresas.

Além do significativo apoio financeiro promovido por bancos públicos federais, analisando o balanço de 653 empresas de capital aberto, nos anos de 2011, 2012 e 2013, Rezende (2015) argumenta que 42,3% das empresas brasileiras tiveram acesso ao programa especial de parcelamento de débitos com a Receita Federal – Programa de Recuperação Fiscal (Refis) – e 38% das companhias avaliadas tiveram acesso a algum outro benefício tributário. Ademais, cerca de 60% das empresas analisadas têm algum passivo tributário (contingente), ou seja, estão questionando o pagamento de algum tributo seja na esfera administrativa ou na justiça.

O aumento de transparência também poderia permitir uma redução da assimetria existente entre os órgãos reguladores (Congresso e ministérios), que poderiam conhecer melhor as informações contábeis de algumas indústrias, conforme ressaltado por Arruñada (2015). Os reguladores, em especial, poderiam exercer melhor sua atividade – criando ou eliminando incentivos governamentais, revisando a carga tributária de um setor, ou ainda criando novas (ou eliminando antigas) obrigações complementares –, como resultado de um monitoramento mais eficiente decorrente do acesso a mais informações relevantes sobre as empresas, tais como lucratividade, rentabilidade e outras informações passíveis de obtenção por meio das demonstrações financeiras. Apesar de as agências reguladoras terem acesso a diversas informações sobre os setores regulados, uma ampla divulgação dos balanços possibilitaria um monitoramento complementar pela sociedade.

Por fim, ainda sobre o problema de assimetria informacional, é possível que outros *stakeholders* (funcionários e fornecedores) venham a se beneficiar da divulgação das demonstrações financeiras das empresas, conforme destaca Barry (2005).

Em relação à segunda falha de mercado, a ausência de competição no mercado, a literatura econômica sugere que a intervenção governamental deveria ser implementada especialmente em setores em que fossem observados monopólios ou baixa competição.

Atualmente, no contexto brasileiro, diversas grandes empresas atuam em setores de atividade considerados monopólios naturais (distribuição de gás, saneamento, entre outros) que antes eram desenvolvidos pelo poder público e, agora, são explorados por empresas privadas mediante concessão governamental federal, estadual ou municipal. A ausência de competição e a relevância social do serviço prestado justificam a exigência de divulgação das demonstrações financeiras. Essa exigência já é feita pelas agências reguladoras, mas o acesso do cidadão em geral a essas informações ainda não é facilitado, por falta de uma homogeneidade de tratamento dos dados.

Em outros setores observa-se a existência de diversas empresas concorrentes, sendo todas (ou quase todas) constituídas na forma de sociedades limitadas (portanto, não divulgando suas demonstrações contábeis no Brasil) e controladas por grandes grupos estrangeiros. Nesse caso, existe uma forte competição, mas pouco se sabe sobre a situação econômico-financeira dessas empresas já que seus balanços não são divulgados no país. Segundo Barry (2005), um importante argumento é que os consumidores também têm o direito de acesso a informações sobre lucratividade e margens de lucro praticadas pelas empresas.

Nesses dois exemplos extremos, mas relevantes, parece razoável esperar que a divulgação das demonstrações financeiras possa trazer maior eficiência para a economia em geral. A situação atual de ausência de divulgação das informações contábeis reduz a possibilidade de ampliar a competição entre as empresas e, com isso, impede a geração de mais benefícios para a sociedade por meio da prática de preços mais baixos.

No que diz respeito às externalidades,¹¹ as positivas seriam uma redução média do custo de capital de terceiros no mercado brasileiro e igualmente uma alocação mais eficiente do erário público.

É mister ressaltar, entretanto, que a exigência de publicação das demonstrações financeiras para as grandes corporações pode gerar externalidades negativas para as empresas obrigadas e para terceiros. No caso das empresas afetadas, a principal externalidade negativa refere-se à possibilidade de aumento de regulação governamental. As empresas podem ficar com receio de mais intervenções do governo à medida que os reguladores passem a ter acesso a suas informações contábeis. Eventualmente, os empregados também podem requerer a celebração de acordos salariais mais vantajosos quando observarem aumento de rentabilidade de suas empresas contratantes.

No caso do governo, este terá custos adicionais para criação de uma estrutura capaz de abrigar as informações disponibilizadas pelas empresas e que as torne facilmente acessíveis pela sociedade em geral, bem como para a criação de uma estrutura de supervisão de modo a evitar a omissão de informação¹² por parte das empresas.

A quarta falha de mercado refere-se aos bens públicos. Os bens públicos são aqueles que têm de ser fornecidos na mesma quantidade para todos os consumidores (agentes econômicos) envolvidos

¹¹ Segundo Varian (2003, p. 643), “uma externalidade na produção surge quando as possibilidades de produção de uma empresa são influenciadas pelas escolhas de outra empresa ou consumidor”, enquanto a externalidade de consumo ocorre “se um consumidor se preocupar diretamente com a produção ou consumo de outro agente”. Assim, segundo esse autor, “os casos em que os direitos de propriedade estão mal definidos podem levar a uma produção ineficiente de externalidades” (VARIAN, 2013, p. 649).

¹² Se as empresas tiverem a opção de realizar um *disclosure* seletivo de informações, Asker, Farre-Mensa e Ljungqvist (2011) argumentam que a exigência de evidenciação pode não reduzir o problema da assimetria informacional entre empresa e seus *stakeholders*.

(VARIAN, 2003). Caso as informações contábeis sejam publicadas, estas podem ser consideradas bens públicos, já que as pessoas podem utilizá-las sem que tenham de pagar por isso. Os usuários (potenciais acionistas e credores) dessa informação que não incorrem em seus custos de produção e divulgação são considerados “*free riders*” (prática conhecida como “efeito carona”). Na situação atual, as informações contábeis das empresas privadas de capital fechado podem ser consideradas um bem privado, segundo Barry (2005), de modo que esse tipo de falha não seria aplicável na presente análise.

Finalmente, conforme Barry (2005), existem ainda três outros argumentos normalmente utilizados para justificar a obrigatoriedade de publicação das demonstrações financeiras pelas grandes empresas, a saber: (a) “*entity neutrality*”; (b) sociedades de responsabilidade limitada vistas como privilegiadas; e (c) relevância econômica.

O primeiro argumento visaria igualar a situação das empresas abertas e fechadas, nivelando o grau de exigência de publicação das demonstrações financeiras entre entidades de naturezas distintas, com o objetivo de promover a competição no mercado.

No âmbito do segundo argumento, as empresas com responsabilidade limitada ao capital aplicado contariam com um privilégio, e o custo desse privilégio seria a necessidade de publicação de seus balanços, necessários para a adequada avaliação do desempenho da empresa por parte da sociedade.

Já o terceiro argumento, segundo Barry (2005, p. 10), trata da relevância econômica das grandes empresas, dado o poder que estas têm de afetar muitas pessoas. As grandes corporações apresentam maior relevância social em função do número de empregos gerados e do expressivo volume de impostos arrecadados. Essas empresas também requerem maior atenção, pois, na ocorrência de problemas, em caso de falência, por exemplo, os efeitos sobre a economia podem ser mais expressivos.

Entre os três argumentos, observa-se que, no Brasil, o terceiro, o da relevância econômica e social, é aquele utilizado para a justificativa do projeto de lei, enquanto a comunidade europeia adota o segundo argumento (natureza jurídica das sociedades) como base para a regulação da transparência. Não obstante os benefícios econômicos decorrentes da exigência de divulgação serem difíceis de quantificar, esses argumentos sugerem que as empresas devem internalizar os custos de publicação em prol de um bem maior, o interesse público geral.

Em relação aos custos incorridos pelas empresas para atendimento da exigência de publicação obrigatória das demonstrações financeiras, segundo Barry (2005), destacam-se: (a) custos administrativos e de atualização, necessários para o adequado *compliance*; (b) custos de arquivamento e/ou publicação; e (c) custos com uma possível perda de posição competitiva pela divulgação de informações relevantes. Adicionalmente, argumenta-se que: a informação financeira é um bem privado (*private property rights*); e a exigência de publicação significaria o não respeito ao direito de sigilo do empreendedor (perda de privacidade).¹³

No Brasil, atualmente as grandes corporações já são obrigadas por lei a elaborar e auditar suas demonstrações financeiras, assim como as sociedades por ações. Logo, os custos de elaboração e auditoria já são normalmente incorridos por essas empresas. Quanto aos custos de arquivamento e publicação, observa-se uma expressiva redução ao longo dos anos em função do avanço da estrutura tecnológica disponível. Os custos indicados parecem ser especialmente desprezíveis para as empresas de grande porte.

¹³ Barry (2005) destaca que as empresas podem incorrer em custos de reestruturação para evitar o impacto de novas regulações. Por exemplo, empresas que atuam em diversos segmentos de atividades poderiam efetuar uma reestruturação societária para evitar o enquadramento como empresa de grande porte, caso não seja exigida a consolidação dos balanços para a apuração do porte.

Quanto ao argumento da divulgação de informações estratégicas, na ausência de evidências empíricas, esse parece um argumento retórico, na medida em que os dados contábeis divulgados são bastante agregados e não incluem informações descritivas das opções estratégicas das empresas.

Em relação ao não respeito ao direito de sigilo do empreendedor (perda de privacidade), essa questão requer uma análise política que leve em conta características do contexto atual do país e o tipo de sociedade que se pretende construir no futuro. Vale ressaltar que em democracias avançadas o respeito ao direito de privacidade é observado, mas o interesse público se sobrepõe ao interesse privado nos assuntos com relevância social.

Considerações finais

O presente artigo objetivou analisar a necessidade de transparência das sociedades de grande porte no Brasil, com base em uma análise dos custos e benefícios econômicos esperados ao se exigir, por meio de lei, que tais sociedades, independentemente de sua natureza jurídica, realizem a divulgação de suas demonstrações contábeis para acesso da sociedade em geral.

O Projeto de Lei 243/2008 – que propõe que as sociedades de grande porte publiquem “suas demonstrações financeiras em um jornal de grande circulação ou, alternativamente, na rede mundial de computadores, em sítios credenciados pelas Juntas Comerciais ou pela Comissão de Valores Mobiliários”, independentemente da forma de sua constituição societária, quando a sociedade ou conjunto de sociedades sob controle comum tiver, no exercício social anterior, ativo total superior a R\$ 240 milhões ou receita bruta anual superior a R\$ 300 milhões – foi o ponto de partida da pesquisa.

A revisão da experiência internacional evidenciou que, apesar da recomendação da ONU de que a posição patrimonial e os resultados econômicos das entidades que tenham influência nas economias dos países seja objeto de divulgação, a regulação dos países que compõem o G7 não é uniforme. Enquanto nos países da União Europeia¹⁴ (Alemanha, França e Inglaterra, por exemplo) existem exigências específicas para a divulgação das demonstrações financeiras, nos EUA e no Japão não há tal obrigatoriedade. Adicionalmente, como documentado por Arruñada (2015), alguns países estudam a possibilidade de expandir (Inglaterra), manter (China e Malásia) e reduzir (Austrália) as exigências de divulgação das demonstrações financeiras para empresas que não são de grande porte.¹⁵

Entre os principais argumentos que justificariam a obrigatoriedade de divulgação das demonstrações financeiras das sociedades de grande porte no Brasil, estão:

- a) correção de uma falha de mercado: a redução da assimetria informacional entre a empresa e seus provedores de recursos, como instituições bancárias (públicas e privadas) credoras, e a diminuição dos custos de coleta e processamento de dados de modo a aumentar a eficiência do mercado de crédito no Brasil;
- b) melhor monitoramento da utilização dos recursos públicos: grande parte das empresas de grande porte utiliza recursos

¹⁴ Como regra geral, a comunidade europeia estabelece que as empresas com responsabilidade limitada ao capital aplicado devem arquivar suas demonstrações financeiras auditadas (CONSELHO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS, 1968).

¹⁵ Não se pode desconsiderar também algumas iniciativas internacionais para aumentar a desregulamentação dos negócios (redução de formalidades). Segundo Arruñada (2015), na União Europeia, existem iniciativas voltadas a simplificar o ambiente de negócios reduzindo as exigências legais de publicação das pequenas empresas nos países-membros, considerando que apenas um número limitado de *stakeholders* pode necessitar de tal informação e que esses requerem informações financeiras diretamente da empresa.

- públicos (empréstimos, incentivos fiscais etc.), de modo que a transparência seria justificável como um dever de prestar contas, *accountability*, possibilitando aos cidadãos monitorá-las; e
- c) melhor gestão econômica e social: em razão de seu tamanho, as sociedades de grande porte têm extrema relevância social (número de empregos gerados, recursos naturais consumidos, tributos recolhidos etc.), de forma que a supremacia do interesse público sobre o privado justificaria tal regulação.

Entre os principais argumentos contrários à exigência de divulgação obrigatória das demonstrações financeiras, foram discutidos: (a) custos administrativos e de atualização, necessários para o adequado *compliance*; (b) custos de publicação; (c) custos com uma possível perda de posição competitiva pela divulgação de informações relevantes; (d) o fato de a informação financeira ser considerada um bem privado (*private property rights*); e (e) o não respeito ao direito de sigilo do empreendedor (perda de privacidade).

Apesar da dificuldade de quantificação e confrontação dos benefícios e dos custos decorrentes da exigência de divulgação obrigatória das demonstrações financeiras dessas empresas, para todas as partes envolvidas, o presente trabalho objetivou demonstrar que os benefícios alcançados são superiores aos custos incorridos, além de pôr o interesse público em primeiro lugar. Dessa maneira, justificase a existência de uma lei que obrigue as sociedades que tenham relevância social a evidenciar suas demonstrações financeiras.

Nesse contexto, uma questão crítica é o critério de corte a ser utilizado. A definição de “sociedade de grande porte”, que serve de critério para o Projeto de Lei 243/2008, por exemplo, ao basear-se na receita e no ativo, estipula valores significativamente superiores aos praticados pelos países nos quais existe tal exigência. Além disso, desconsidera aspectos importantes, como número de empre-

gados da empresa, a origem de seu capital, o setor de sua atividade, se a empresa dispõe de algum tipo de subsídio governamental ou se recebe recurso de banco público etc. Logo, seguindo uma visão de interesse público, tal critério poderia ser reavaliado quanto à efetividade que pretende alcançar.

Outro ponto relevante é a forma de publicação das demonstrações financeiras. O referido projeto de lei peca ao permitir apenas a publicação dos balanços em jornais de grande circulação, pois torna mais difícil a execução das atividades de monitoramento e penalização das empresas que não divulguem suas demonstrações financeiras.

Em suma, apesar de a regulação do tema ser necessária, vários aspectos ainda precisam ser discutidos e melhorados. Este artigo buscou contribuir ao resgatar um debate relevante para a sociedade brasileira e expor argumentos teóricos e práticos que justificariam maior transparência por parte das sociedades de grande porte no cenário nacional.

Referências

AKERLOF, G. A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.

ARRUÑADA, B. Mandatory accounting disclosure by small private companies. *European Journal of Law and Economics*, v. 32, n. 3, p. 377-413, 2011. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1141905>>. Acesso em: 27 ago. 2015.

ASHBAUGH, H.; DAVIS-FRIDAY, P. The role of non-US firms’ financial reporting in international mergers and acquisitions. *Working Paper – University of Wisconsin – Madison*, Oct. 2002. Disponível em: <www.ssrn.com>. Acesso em: 22 ago. 2015.

ASKER, J.; FARRE-MENSA, J.; LJUNGGVIST, A. *What do private firms look like?* [S.l.: s.n.], 2011. Disponível em: <<http://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=41496>>. Acesso em: 27 ago. 2015.

BARRY, P. Mandatory financial disclosure by private corporations: an economic analysis. In: OECD INTERNATIONAL EXPERTS MEETING ON CORPORATE GOVERNANCE OF NON-LISTED COMPANIES, Istanbul, 2005. Texto disponibilizado como separata em página institucional. Disponível em: <<http://www.tdb.co.nz/documents/010405-Mandatory-Disclosure-by-Private-Corporations.pdf>>. Acesso em: 22 ago. 2015.

BEAVER, W. *Financial reporting: an accounting revolution*. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1998.

BRASIL. *Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 10 mar. 2016.

_____. *Lei 8.934, de 18 de novembro de 1994*. Dispõe sobre o Registro Público de Empresas Mercantis e Atividades Afins e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8934.htm>. Acesso em: 10 mar. 2016.

_____. *Lei 9.457, de 5 de maio de 1997*. Altera dispositivos da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações e da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9457.htm>. Acesso em: 10 mar. 2016.

_____. *Projeto de Lei 3.741, de 8 de novembro de 2000*. Altera e revoga dispositivos da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, define e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e publicação de demonstrações contábeis e dispõe sobre os requisitos de

qualificação de entidades de estudo e divulgação de princípios, normas e padrões de contabilidade e auditoria como Organizações da Sociedade Civil de Interesse Público. Disponível em: <http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra;jsessionid=EDD4361FDCEB6E05B38E5330B7BE1ABC.proposicoesWeb1?codteor=368876&filename=Tramitacao-PL+3741/2000>. Acesso em: 10 mar. 2016.

_____. *Projeto de Lei do Senado 323, de 7 de dezembro de 2006*. Autoriza a utilização da internet como veículo de comunicação oficial. Disponível em: <<http://legis.senado.gov.br/diarios/BuscaPaginasDiario?codDiario=1881&seqPaginaInicial=118&seqPaginaFinal=118>>. Acesso em: 10 mar. 2016.

_____. *Decreto 6.022, de 22 de janeiro de 2007a*. Institui o Sistema Público de Escrituração Digital – Sped. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/Decreto/D6022.htm>. Acesso em: 10 mar. 2016.

_____. *Lei 11.638, de 28 de dezembro de 2007b*. Altera e revoga dispositivos da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/11638.htm>. Acesso em: 10 mar. 2016.

_____. *Projeto de Lei do Senado 243, de 17 de junho de 2008*. Altera o art. 3º da Lei 11.638, de 28 de dezembro de 2007, para exigir que as sociedades de grande porte, ainda que não constituídas sob a forma de sociedade anônima, publiquem suas demonstrações financeiras, seja na rede mundial de computadores, seja em jornal de grande circulação. Disponível em: <<http://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/85925>>. Acesso em: 10 mar. 2016.

_____. *Parecer de 4 de abril de 2010*. Da Comissão de Ciência, Tecnologia, Inovação, Comunicação e Informática, sobre o Projeto de Lei

do Senado (PLS) 243, de 2008, que altera o art. 3º da Lei 11.638, de 28 de dezembro de 2007, para exigir que as sociedades de grande porte, ainda que não constituídas sob a forma de sociedade anônima, publiquem suas demonstrações financeiras, seja na rede mundial de computadores, seja em jornal de grande circulação. Disponível em: <<http://legis.senado.leg.br/mateweb/arquivos/mate-pdf/76250.pdf>>. Acesso em: 10 mar. 2016.

_____. *Decreto 7.979, de 8 de abril de 2013a*. Altera o Decreto 6.022, de 22 de janeiro de 2007, que instituiu o Sistema Público de Escrituração Digital – Sped. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2013/Decreto/D7979.htm>. Acesso em: 10 mar. 2016.

_____. *Projeto de Lei 5.061, de 27 de fevereiro de 2013b*. Altera o art. 289 e parágrafos da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei 8.639, de 31 de março de 1993. Disponível em: <<http://www.camara.gov.br/sileg/integras/1063690.pdf>>. Acesso em: 10 mar. 2016.

BUSHEE, B.; LEUZ, C. Economic consequences of SEC disclosure regulation: evidence from OTC bulletin board. *Journal of Accounting and Economics*, v. 39, p. 233-264, 2005.

BUSHEE, B.; PIOTROSKI, J. D.; SMITH, A. What determines corporate transparency. *Journal of Accounting Research*, v. 42, p. 1-53, 2004.

BUSHEE, B.; SMITH, A. Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, v. 32, p. 237-333, 2001.

CARVALHOSA, M. Estudo a respeito de aspectos societários da nova Lei 11.638/2007, no que respeita às principais alterações nela contidas sobre a publicação de demonstrativos financeiros pelas limitadas de grande porte. *Revista Eletrônica do Conselho Federal da Ordem dos Advogados do Brasil*, n. 3, jul./ago. 2008.

CONSELHO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS. *Primeira Diretiva do Conselho, de 9 de março de 1968*. Disponível em: <<http://eur-lex>>.

europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:31968L0151&from=EN>. Acesso em: 11 mar. 2016.

_____. *Quarta Diretiva do Conselho, de 25 de julho de 1978.*

Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/mwg-internal/de5fs23hu73ds/progress?id=sP2EqeA-n9N9plzeYa5rLSdkqJIR20u4UgGMQSuSw7U,&dl>>. Acesso em: 11 mar. 2016.

CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI;
ESPERTI CONTABILI AND THE ASSOCIATION OF CHARTERED
CERTIFIED ACCOUNTANTS. *A review of italian and uk company law.*
London: Certified Accountants Educational Trust, 2009.

COOKE, T. E. The impact of size, stock market listing and industry type on disclosure in the annual reports of Japanese listed corporations. *Accounting and Business Research*, v. 22, p. 229-237, 1992.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução CVM 202, de 6 de dezembro de 1993.* Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst202.html>>. Acesso em: 10 mar. 2016.

_____. *Instrução CVM 245, de 1º de março de 1996.* Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst202.html>>. Acesso em: 10 mar. 2016.

_____. *Instrução CVM 287, de 7 de agosto de 1998.* Dispõe sobre a suspensão e o cancelamento de ofício do registro de companhia aberta. Revoga a Instrução 29/84. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst202.html>>. Acesso em: 10 mar. 2016.

_____. *Comunicado ao mercado, de 14 de janeiro de 2008.*

Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2008/20080114_press_1.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2016.

DUDLEY, S. E.; BRITO, J. *Regulation: a primer.* 2. ed. Arlington: Mercatus Center at George Mason University, 2012.

EUROPEAN UNION. First Council Directive. *Dir. 68/151/EEC, de 9 de março de 1968*. Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/ALL/?uri=CELEX%3A31968L0151>>. Acesso em: 8 mar. 2016.

_____. Fourth Council Directive. Annual Accounts of Companies With Limited Liability. *Dir. 78/660/EEC, de 25 de julho de 1978*. Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=URISERV%3A126009>>. Acesso em: 8 mar. 2016.

GIBBINS, M.; RICHARDSON, A.; WATERHOUSE, J. The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies and process. *Journal of Accounting Research*, v. 28, p. 121-143, 1990.

GOULART, J. Bancas divergem sobre lei contábil. *Valor Econômico*, São Paulo, 11 jan. 2008.

HAIL, L. The impact of voluntarily corporate disclosure on the ex ante cost of capital for Swiss firms. *European Accounting Review*, v. 11, p. 741-743, 2002.

HENDRIKSEN, E.; VAN BREDA, M. *Teoria da contabilidade*. São Paulo: Atlas, 1999.

HOLMSTRON, B. Moral hazard and observability. *Bell Journal of Economics*, v. 10, p. 74-91, 1979.

JAFEE, D. M.; RUSSELL, T. Imperfect information, uncertainty, and credit rationing. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 90, n. 4, p. 651-666, 1976.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, p. 305-360, 1976.

JULIÃO, A. C. Análise de lei dá a grandes limitadas opção de não publicar balanços. *Bovespa Espaço Jurídico*, 7 maio 2009. Disponível em: <www.bovespa.com.br>. Acesso em: 13 maio 2009.

- LA PORTA, R. *et al.* Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v. 58, p. 3-27, 2000.
- LANZANA, A. *Relação entre o disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.
- LEUZ, C.; WYSOCKI, P. Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: a review and suggestions for future research. *Social Science Research Network*, Mar. 2008. Disponível em: <www.ssrn.com>. Acesso em: 22 set. 2015.
- LIEBMAN, H.; SONNIE M.; BOJILOVA E. Public disclosure requirements for private companies: U.S. vs. Europe. *Jones Day Commentary*, Oct. 2012. Disponível em: <http://www.jonesday.com/public_disclosure_requirements>. Acesso em: 14 mar. 2016.
- MEEK, G.; ROBERTS, C.; GRAY, S. Factors influencing voluntarily annual report disclosure by U.S., U.K., and continental European multinational corporations. *Journal of International Business Studies*, v. 26, p. 555-572, 1995.
- MELHORES E MAIORES 2008: 500 melhores empresas do País. *Exame*, São Paulo, Abril, jun. 2008.
- MURCIA, F. *Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhias abertas no brasil*. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.
- ONTARIO.CA. *Limited partnerships Act*: R.S.O. 1990, c. L.16. Disponível em: <<https://www.ontario.ca/laws/statute/90l16>>. Acesso em: 13 maio 2016.
- REZENDE, A. *Avaliação do impacto dos incentivos fiscais sobre os retornos e as políticas de investimento e financiamento das empresas*.

Tese (Livre-Docência) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2015.

SÃO PAULO. 25ª Vara Cível da Justiça Federal em São Paulo.

1ª Subseção Judiciária do Estado de São Paulo. *Sentença da Ação Ordinária 2008.61.00.030305-7, de 8 de janeiro de 2010*. Disponível em: <<http://s.conjur.com.br/dl/sentenca-justica-federal-publicacao.pdf>>. Acesso em: 22 mar. 2016.

_____. Junta Comercial do Estado de São Paulo. *Deliberação 2, de 25 de março de 2015*. Dispõe acerca da publicação das demonstrações financeiras de sociedades empresárias e Cooperativas de grande porte no Diário Oficial do Estado e em jornal de grande circulação e do arquivamento das publicações dessas demonstrações e da ata que as aprova. Disponível em: <<http://www.normaslegais.com.br/legislacao/deliberacao-jucesp-2-2015.htm>>. Acesso em: 8 mar. 2016.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, v. 52, p. 737-783, 1997.

SLOAN, R. Financial accounting and corporate governance: a discussion. *Journal of Accounting and Economics*, v. 32, p. 335-347, 2001.

STIGLITZ, J. The contributions of the economics of information to twentieth century economics. *Quarterly Journal of Economics*, v. 115, p. 1441-1478, 2000.

UNITED KINGDOM. *Companies act 2006*: chapter 46: 8th November 2006. An Act to reform company law and restate the greater part of the enactments relating to companies; to make other provision relating to companies and other forms of business organisation; to make provision about directors' disqualification, business names, auditors and actuaries; to amend Part 9 of the Enterprise Act 2002; and for connected purposes. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents>>. Acesso em: 13 maio 2016.

VALOR 1000: 1000 maiores empresas. *Valor Econômico*, São Paulo, ago. 2008.

VARIAN, H. *Microeconomia: princípios básicos*. Rio de Janeiro: Campus, 2013.

VERRECCHIA, R. Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, v. 22, p. 97-180, 2001.

YAMAMOTO, M.; SALOTTI, B. *Informação contábil*. São Paulo: Atlas, 2006.

YOUNG, D.; GUENTHER, D. Financial reporting environments and international capital mobility. *Journal of Accounting Research*, v. 41, p. 553-579, 2003.