

Mensuração de Disclosure: Análise Bibliométrica nos Principais Journals Internacionais de Finanças

Talieh Shaikhzadeh Vahdat Ferreira

Universidade Federal da Paraíba - Brasil
taliehv@gmail.com

Orleans Silva Martins

Universidade Federal da Paraíba - Brasil
orleansmartins@yahoo.com.br

Resumo

Este estudo teve o objetivo de mapear pesquisas acerca da mensuração da disclosure nos principais periódicos internacionais na área de Finanças. Nesse sentido, foi realizada uma revisão na literatura internacional, a partir da qual se apresentou um breve recorte histórico sobre a disclosure das empresas. Para a seleção dos periódicos foram utilizados os estudos de Chen & Huang (2007) e Currie & Pandher (2011), que classificam os periódicos por sua qualidade. A partir desses *rankings*, construiu-se uma lista dos 11 principais periódicos internacionais dos quais se obteve 42 artigos para a análise. A análise bibliométrica também envolveu uma análise de redes sociais que possibilitou verificar que os estudos sobre esse tema ainda não apresentam autores ou grupos de pesquisa com grandes volumes ou concentrações de publicações. No entanto, fica evidente que os Estados Unidos concentram a vasta maioria de instituições que pesquisaram o tema, sendo seu banco regulador, o *Federal Reserve*, a instituição mais profícua no período. Destacam-se como contribuições deste trabalho: para estudos acadêmicos, o mapeamento dos principais artigos e *journals* internacionais sobre a disclosure, bem como a identificação das instituições e as redes de colaboração de pesquisadores mais relevantes que buscam estudar disclosure, baseando-se em índices; e, para os investidores, pode-se constituir um guia para identificar referências relevantes que analisaram a disclosure e seus temas relacionados para apoiar a tomada de decisão na alocação de recursos no mercado de capitais de forma mais eficiente.

Palavras chave: Disclosure. Índices de disclosure. Bibliometria. Finanças.

Measurement of Disclosure: a Bibliometric Analysis in the main international journals in Finance

Talieh Shaikhzadeh Vahdat Ferreira

Universidade Federal da Paraíba - Brasil
taliehv@gmail.com

Orleans Silva Martins

Universidade Federal da Paraíba - Brasil
orleansmartins@yahoo.com.br

Abstract

This study aimed to map the researches on the measurement of disclosure in the main international journals in Finance. In this sense, it was carried out a review in the international literature from which it is presented a brief historical review on the disclosure of companies. For the selection of journals it was utilized the studies of Chen & Huang (2007) and Currie & Pandher (2011), which classify the journals by their quality. From these rankings, it was built up a list of 11 main international journals of which was obtained 42 articles for analysis. The bibliometric analysis also involved a social networks analysis that enabled to verify that studies on this subject do not present author or studies groups with a large concentration of publications. Nonetheless, it is evidence that the United States concentrates the majority of the institutions researching the subject, and its regulator bank, the Federal Reserve, the most fruitful institution in the period. It stands out as contributions of this study, for academic studies the mapping of the main studies and international journals on disclosure and the identification of the most relevant institutions and researches in collaborate networks that seek to study disclosure based on indexes; and for investors, it can constitute a guide to identify relevant references that study disclosure and its related themes that can support decision-making in resource allocation more efficiently in the capital market.

Keywords: Disclosure. Disclosure Indexes. Bibliometric Study. Finances.

1 Introdução

Disclosure corporativa pode ser compreendida como o conjunto de informações relevantes e confiáveis divulgadas pelas corporações, periodicamente, abrangendo sua situação financeira, suas oportunidades de investimento, sua governança corporativa e seu risco de mercado (Bushman, Pitroski, & Smith, 2004). Assim, a disclosure se torna uma ferramenta essencial para avaliação de oportunidades de investimento em uma economia e alocação de recursos de forma mais eficiente (Bushman & Smith, 2003). Além disso, a integridade da divulgação corporativa sustenta a confiança dos investidores tornando-se crucial para o adequado desenvolvimento e manutenção do mercado de capitais no longo prazo (Gotto, Watanabe & Xu, 2009).

Uma crescente demanda por maiores níveis de disclosure tem sido gerada pela interconexão dos mercados de capitais, organizações civis e as recentes crises de confiança dos mercados (Eccles & Krzus, 2010). Conseqüentemente, os órgãos reguladores têm adotado novas regras e revisado outras para acompanhar as mudanças do mercado, alterando a forma e o conteúdo que as companhias divulgam em seus relatórios corporativos (Bethel, 2007). Seguindo essa tendência, o Brasil tem se envolvido, principalmente desde o início dos anos 2000, em uma série de discussões sobre a eficiência e a qualidade das informações financeiras disponibilizadas em seu mercado de capitais (Martins, 2012). Neste contexto, a criação e implementação dos níveis diferenciados de governança corporativa, no ano 2000, inaugurou uma nova fase do mercado de capitais no Brasil, permitindo uma reforma legislativa focada na qualidade e na transparência das informações (Carvalho, 2002).

Como muitas dessas informações relacionadas à disclosure se tornam obrigatórias com base na legislação e, em alguns casos, em resposta às crises econômicas, algumas pesquisas sugerem que não foram realizados estudos prévios adequados para mensurar a eficácia das novas regulações e o grau de disclosure das empresas (Tood, 2010; Rezaee, 2010; Brockman, Martin, & Puckett, 2010; Rodrigues & Rodrigues, 2007; Lanzana, 2004). Como consequência, apesar da ampliação da exigibilidade de itens de divulgação, estudos identificam que parte dos parâmetros demandados não são reportados de forma a dar mais clareza ao mercado ou são pouco relevantes para predizer o desempenho futuro (Tood, 2010; Rezaee, 2010).

Ainda, destaca-se a dificuldade na determinação de métricas que identifiquem o grau ou a qualidade da disclosure das empresas, isto é, a definição de quais as possíveis informações devem ser consideradas para quantificar o nível de disclosure, possibilitando análises e comparações entre companhias (Feyitimi, 2014; Cooke, 1989; Owshu-Ansah, 1997). Dado que um consenso acerca dos parâmetros para avaliar o grau ou a qualidade da disclosure de uma companhia não é facilmente identificável (Wallece & Naser, 1995), na literatura internacional comumente se observa a elaboração de índices para a realização destas análises, mesmo que apresentem divergências quanto as variáveis que devem compor tais índices (Irani & Oesch, 2013; Fernandes, Lel & Miller, 2010; Singhvi, 1968; Feyitimi, 2014).

Desta forma, o mapeamento dos estudos que utilizam índices para mensurar disclosure é de grande relevância para a compreensão desta dimensão da governança corporativa, ainda que existam trabalhos que se utilizem de metodologias alternativas devido à dificuldade de definir uma medição apropriada através de um índice. A disclosure é um tema em constante discussão na área de finanças devido ao *value relevance* que estas informações podem apresentar fornecendo sinais adequados para a alocação de recursos, gerando maior confiança e proteção aos investidores, já que minimiza a possibilidade de assimetrias de informação (Azam, Warraich & Awan, 2011). Porém, ainda há uma limitada compreensão sobre como a governança corporativa ou as mudanças nas leis afetam a divulgação de informações corporativas e a transparência do mercado (Beekes, Brown & Zhang, 2014).

Nesse sentido, este estudo busca resposta para a seguinte questão de pesquisa: qual é o perfil bibliométrico dos estudos sobre índices de disclosure na literatura internacional? Com base nisso, seu objetivo consiste em realizar um mapeamento das pesquisas acerca da mensuração da disclosure nos principais periódicos internacionais na área de Finanças. O foco nos periódicos internacionais mais bem ranqueados pressupõem que a análise desses artigos, com alta qualidade e impacto, permitirá uma compreensão do desenvolvimento do tema em tela de forma mais efetiva (Currie & Pandher, 2011). Todavia, é mister destacar que não é objetivo deste estudo comparar os instrumentos utilizados para a mensuração da disclosure em cada artigo analisado, cabendo apenas o levantamento e a discussão sobre como ela tem sido medida nesses estudos.

2 Referencial teórico

A disclosure corporativa tem por objetivo compartilhar com os *stakeholder*, sejam eles *shareholder* ou não, o quanto a companhia tem sido bem sucedida em gerar valor e retornos financeiros e possibilitar a compreensão sobre como alcançará valor e retorno no futuro (Azam et al., 2011). Os escândalos financeiros ocorridos em meados dos anos 2000, como o caso da Enron, ampliaram a percepção de que práticas incluindo transparência e completa disclosure são importantes para a viabilidade de longo prazo das companhias, assim como para a alocação eficiente de capital nos mercados financeiros internacionais. Neste contexto, desencadeou-se uma intervenção governamental sem precedentes com a imposição de novos níveis de disclosure, como a criação da Sarbanes-Oxley, visando proteger o investidor, dando maior acessibilidade a informações relevantes para direcionar seu capital no mercado (Aksu & Kosedag, 2006).

Assim a disclosure corporativa tem se tornado fundamental e cada vez mais relevante na tomada de decisões dos investidores. Entende-se uma informação como relevante, ou *value relevante*, à medida em que possui a capacidade de reduzir as incertezas dos usuários e faz a diferença no processo decisório (Hendriksen & Van Breda, 1999). Para que os preços forneçam sinais adequados para a alocação de recursos, os mercados precisam se tornar cada vez mais eficientes, conforme postulado por Fama (1970, 1991) na hipótese dos mercados eficientes. De acordo com esta hipótese, o mercado seria considerado eficiente na medida em que reflete rapidamente qualquer informação disponível nos preços dos ativos, impossibilitando ganhos anormais. Isto significaria que a posse de informações sobre este mercado não alteraria o retorno esperado.

De acordo com Fama (1970), para que um mercado seja considerado eficiente algumas condições devem ser respeitadas: (i) inexistência de custos de transação para negociação de títulos; (ii) disponibilidade de informações sem custo para todos os participantes do mercado; e (iii) existência de expectativa homogênea com relação aos retornos futuros de cada título. Assim fica evidente que a disponibilidade da disclosure corporativa desempenha um papel chave na eficiência dos mercados e tem *value relevance*, ou seja, tem capacidade de alterar o valor de mercado de um ativo. Segundo este autor, o não cumprimento destes três fatores pode resultar no acesso a informações privilegiadas, gerando uma assimetria de informação.

A assimetria de informação tem sua origem na separação entre o controle e a propriedade, que tem Berle & Means (1932) como pioneiros no estudo destes conflitos que

surgem desta separação. Esses autores discutiram os conflitos de interesse inerentes às estruturas de propriedade pulverizadas das empresas norte americanas ressaltando os benefícios e os custos potenciais desta separação. Ainda no *mainstream* dessa discussão, Coase (1937) contribuiu tendo evidenciado que os custos de transação no mercado só podem ser minimizados com a criação das firmas, conforme aponta a Teoria da Firma. Esses estudos foram bases fundamentais para o artigo seminal de Jensen & Meckling (1976), conforme a Teoria da Agência, que definiu os conflitos de agência existentes entre gestores e proprietários das empresas, nos quais os gestores e os proprietários buscam a maximização de seus interesses pessoais. Assim, em se tratando de diferenças nos níveis de informações obtidas, o agente ou o acionista controlador pode ter acesso a mais ou melhores informações, em detrimento dos proprietários, acionistas ou potenciais investidores, podendo se utilizar dessa diferença informacional para negociar no mercado de capitais e obter ganhos anormais.

Os órgãos reguladores têm desempenhado um papel crucial para a ampliação do nível de disclosure, e reduzir os riscos relacionados a assimetria de informação, dando maior confiança e transparência ao mercado e oportunidade para que um número crescente de investidores participem com maior segurança. No entanto, pode-se observar que sua atuação apresenta variações significativas entre países. Um dos fatores que parece contribuir decisivamente na elaboração das regulamentações para proteção dos investidores é a origem do direito de cada país. Esta pode ser dividida entre: *common law* e *civil law* (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1998; Gedajlovic, & Shapiro, 1998). Os países que tem como característica *civil law*, como é o caso do Brasil, tendem a apresentar baixa proteção aos acionistas minoritários e fraca aplicação da lei (*low enforceability*). Já países com regime legal baseado em *common law* tendem a apresentar características opostas e assim possuem mercados de capitais mais desenvolvidos (La Porta et al., 1997).

Ao longo da evolução do estudo da disclosure, podem-se perceber quatro grandes tendências impulsionadas pelos órgãos reguladores, principalmente de países com sistemas *civil law*, com o objetivo de trazer maior estabilidade e confiança aos mercados de capitais: i) a divulgação mais abrangente de suas informações, ii) frequência de divulgação das informações, iii) maior acessibilidade e disseminação das informações para investidores, e iv) divulgação completa e responsável (Bethel, 2007). A divulgação mais abrangente de informações está principalmente relacionada à crescente demanda dos órgãos reguladores em exigir a divulgação pública não só das informações financeiras, mas também de

informações gerenciais consideradas “materiais” para se avaliar o valor de mercado da empresa (Bethel, 2007). Desta forma, pode-se obter uma visão holística do desempenho corporativo, possibilitando uma visão mais clara de desempenho de médio e longo prazo (Jensen & Berg, 2012). Assim, as concepções de estratégia, risco, desempenho e sustentabilidade se tornaram inseparáveis com o objetivo de melhorar a compreensão das informações financeiras através de informações não financeiras (Azam et al., 2011).

A segunda tendência ganhou maior impulso nos últimos 15 anos, quando os órgãos reguladores gradualmente alteraram a demanda por divulgação de uma frequência periódica para continua (Bethel, 2007). Isso porque não parece ser mais suficiente a divulgação de resultados ao final de cada trimestre. Mundialmente, os órgãos reguladores têm ampliando a frequência de divulgação de informações para que qualquer fato relevante que possa alterar a percepção de valor da companhia seja compartilhado com o mercado como um todo. Com esta exigência, espera-se alcançar uma maior eficiência de mercado e consequentemente absorção da informação no preço da ação (Jensen, Marshall, & Pugh, 2006). No entanto, vale destacar que alguns estudos indicam que a divulgação de fatos relevantes não tem alterado de forma significativa o valor das ações das empresas (Marques, Lara, Ayala, & Lamounier, 2010).

A maior acessibilidade de informações aos investidores em geral, a terceira tendência identificada, objetiva reduzir o *gap* de informações entre investidores individuais e profissionais de mercado. Esta alteração tenta eliminar as oportunidades de ganho em operações que estão baseadas em acessibilidades de informação diferenciada, tornando o mercado mais eficiente (Bethel, 2007). Adicionalmente, com um maior volume de informações sendo compartilhadas publicamente, supostamente, há um maior incentivo para que mais investidores individuais participem do mercado de capitais (Moreiras, 2010).

Escândalos envolvendo a manipulação de divulgação de informações, como no caso da Enron no ano 2000, gerou uma crise de confiança nas administrações das empresas. Para devolver a confiança ao mercado, os órgãos reguladores revisaram suas exigências e estabeleceram, entre outros fatores, que o *Chief Financial Officer* (CFO) e o *Chief Executive Officer* (CEO) deveriam ser pessoalmente responsáveis pela confiabilidade e qualidade da divulgação das informações (Akhigbet & Martin, 2006). De acordo com Bethel (2007), esta pode ser considerada a quarta e última tendência impulsionada por órgãos reguladores, já que esta medida é utilizada como mais uma ferramenta para garantir a qualidade da disclosure corporativa e tem o poder de alterar a forma como vinha sendo realizado.

Assim, as regulamentações, a busca por níveis mais elevados de eficiência de mercado e o *value relevance* das informações ampliaram o volume de itens divulgados, tanto financeiros como não financeiros, reduzindo a opacidade dos eventos relevantes e ampliando a integridade da divulgação de dados financeiros através do aprimoramento da divulgação corporativa e práticas de governança corporativa (Akhigbet & Martin, 2006). No entanto, a discussão de como medir o nível de disclosure das corporações permanece um desafio na literatura atual sendo, muitas vezes, solucionado com a construção de índices. Estes índices apresentam uma gama de variáveis e metodologias para a análise de resultados, não havendo um padrão amplamente difundido dada a complexidade em determinar quais seriam as variáveis independentes mais adequadas para quantificar disclosure (Feyitimi, 2014; Alencar, 2007; Botosan, 1997; Hail, 2002). Vale ressaltar que alguns estudos sugerem que melhores níveis de governança e, conseqüentemente de evidenciação, apresentam uma correlação positiva e significativa com preço da ação (Gompers, Ishii, & Metrick, 2003), evidenciando a relevância deste tema para a compreensão das dinâmicas de investimento no mercado de capitais.

3 Método

Para o mapeamento dos artigos publicados nos principais periódicos internacionais sobre a mensuração da disclosure corporativa, foi realizada uma pesquisa bibliométrica, complementada com a análise de redes sociais (Nerur, Rasheed, & Natarajan, 2008), que possibilita analisar a estruturação de um campo do conhecimento conforme a literatura da área (Crane, 1972).

Os aspectos metodológicos utilizados para a consecução do objetivo deste estudo podem ser divididos em três partes. Inicialmente, dada a gama de periódicos internacionais na área de Finanças, foi necessário definir em quais periódicos o mapeamento se basearia e verificar a disponibilidade de acesso a eles no Portal de Periódicos da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES). Em uma segunda etapa, foram definidos os parâmetros que seriam utilizados para seleção dos artigos relacionados à disclosure e que, de alguma forma, mensurassem sua qualidade ou grau. Por isso, foi considerado como um dos filtros aplicados à pesquisa a utilização ou elaboração de um índice (*index*) para sua análise.

Por fim, na terceira etapa, foi realizada uma análise de redes sociais por meio do *software* UCINET, com o auxílio de planilhas eletrônicas, para realizar a análise dos dados coletados. Ainda, fez-se uso do Wordle para a visualização das palavras chave dos artigos coletados e analisados. Ademais, é importante destacar que não se restringiu o período de pesquisa para se garantir uma visão mais ampla acerca do tema em questão.

3.1 Coleta de dados

3.1.1 Seleção da amostra de periódicos

Dado que este estudo está focado na análise da literatura internacional, foi utilizado o Portal de Periódicos da CAPES para a coleta de dados, uma vez que ele consolida outros bancos de dados internacionais como *Scopus*, *EBSCO*, *Web of Science*. Desta forma, espera-se garantir uma maior abrangência na coleta de dados. A seleção dos principais periódicos internacionais na área de Finanças se baseou na combinação dos *rankings* elaborados por Chen & Huang (2007) e Currie & Pandher (2011). Esses estudos utilizam *proxies* distintas, porém, de certa forma, complementares, conforme é detalhado a seguir.

Para a construção do *ranking* de qualidade dos principais periódicos internacionais, Chen e Huang (2007) consideram como base um índice de qualidade de afiliação dos autores (“*author affiliation index*” - AAI) que publicam nesses periódicos. O AAI foi construído com base na premissa de que, para proteger seu capital, instituições educacionais de alto padrão contratam acadêmicos que produzem estudos de alta qualidade e com poder influenciador. Assim, a concentração de publicações destes pesquisadores de “alto padrão” eleva, consequentemente, a qualidade dos periódicos. Já o *ranking* construído por Currie & Pandher (2011) se utilizou das respostas obtidas em uma pesquisa *online* com acadêmicos ativos na área de Finanças (“*active scholar assessment*”), localizados em trinta e sete países. Este questionário auxiliou os pesquisadores a ranquear 83 periódicos em termos de qualidade e importância.

Com base nisso, para a definição da amostra de periódicos para este estudo, em um primeiro estágio, considerou-se os vinte primeiros periódicos listados pelos dois estudos mencionados acima, detalhados nas primeiras duas colunas da Tabela 1.

Tabela 1
Ranking dos 20 principais periódicos internacionais.

CHEN & HUANG (2007)	CURRIE & PANDHER (2011)	Periódicos integrantes da
1 Journal of Finance	1 Journal of Finance	1 Journal of Finance
2 Review of Financial Studies	2 Review of Financial Studies	2 Review of Financial Studies
3 Journal of Financial Economics	3 Journal of Financial Economics	3 Journal of Financial
4 Journal of Financial and Quant. Analysis	4 Journal of Financial and Quant. Analysis	4 Journal of Financial and Quant. Analysis
5 Journal of Business	5 Journal of Money, Credit and Banking	5 Journal of Corporate Finance
6 Journal of Corporate Finance	6 Journal of Banking and Finance	6 Journal of Financial Markets
7 Journal of Financial Markets	7 Mathematical Finance	7 Financial Analysts Journal
8 Financial Analysts Journal	8 Journal of Financial	8 Financial Management
9 Financial Management	9 Journal of Corporate Finance	9 Journal of Financial Intermediation
10 Journal of Financial	10 Financial Management	10 Mathematical Finance
11 Mathematical Finance	11 Journal of Empirical Finance	11 Journal of Risk and
12 Journal of Risk and Insurance	12 Journal of Inter. Money and Finance	12 Journal of Financial Research
13 European Financial Review	13 Journal of Financial Markets	13 Journal of Empirical
14 Journal of Financial Research	14 Financial Analysts Journal	
15 Journal of Derivatives	15 Review of Finance	
16 Journal of Financial Services Research	16 Journal of Risk and Insurance	
17 Financial Market, Inst. and Instruments	17 Quantitative Finance	
18 Journal of Computation Finance	18 Journal of Financial Research	
19 Journal of Empirical Finance	19 Journal of Portfolio	
20 Financial Review	20 Journal of Business F. and Acc.	

Dentre os 20 principais periódicos de cada estudo, foram identificados aqueles em comum nos dois trabalhos (Chen & Huang, 2007; Currie & Pandher, 2011), resultando em uma lista de 13 periódicos, como pode ser observado na terceira coluna da Tabela 1. Na sequência, foi realizada uma busca no banco de dados da CAPES para verificar a disponibilidade de acesso a esses 13 periódicos. Como resultado, a amostra foi reduzida para 11 periódicos, pois não estavam disponíveis nessa base o *Financial Analysts Journal* e o *Financial Management*.

3.1.2 Definição da amostra de artigos

Uma vez identificados os periódicos, partiu-se para a definição dos parâmetros de busca dos artigos em suas bases. Primeiramente, utilizou-se a palavra “disclosure” no título dos artigos. Este critério foi estabelecido com o intuito de garantir que o tema seria o objetivo central de análise do artigo e, assim, se evitaria uma abordagem tangencial, caso fosse considerado apenas como uma palavra chave ou em seu resumo. No entanto, como este é um tema de extensa exploração na literatura de Finanças, o número de artigos identificados foi muito elevado e, apesar de tratarem de “disclosure” como tema central, envolviam áreas

de conhecimentos diversas, fugindo ao objetivo deste estudo, que tem foco a área de Finanças.

Desta forma, procedeu-se o segundo filtro da pesquisa, incluindo-se a palavra “*index*” no conteúdo geral do artigo. Acredita-se que esta palavra (índice) apareça na maior parte dos artigos de interesse que mensurem direta ou indiretamente a disclosure já que este instrumento tem sido utilizado vastamente para quantificar a transparência das companhias (Singhvi, 1968; Fernandes et al., 2010; Irani & Oesch, 2013; Feyitimi, 2014). Com este segundo filtro, chegou-se a um total de 42 artigos, distribuídos em 9 periódicos, conforme detalhado na Tabela 2.

Tabela 2
Amostra de artigos (1968-2014).

Periódico	Nº
Journal of Corporate Finance	9
Journal of Financial Economics	8
Journal of Financial Intermediation	7
The Journal of Finance	6
Journal of Financial Markets	6
The Review of Financial Studies	3
Journal of Financial and Quantitative Analysis	1
Journal of Risk and Insurance	1
Journal of Financial Research	1
Mathematical Finance	0
Journal of Empirical Finance	0
Total	42

Vale destacar que o período de análise abrangeu desde a primeira edição de cada periódico, disponível na base CAPES, até o mês de setembro de 2014, quando ocorreu a coleta dos dados. Portanto, não foi efetuada nenhuma limitação de período de publicação para se obter uma visão mais abrangente do desenvolvimento do tema em estudo.

3.2 Análises dos dados

Para a realização das análises bibliométrica e de rede social, os dados de cada artigo foram organizados e tabulados em planilhas eletrônicas e inseridos no *software* UCINET 6. Adicionalmente, utilizou-se o *software* Wordle para auxiliar na observação das palavras-

chave dos trabalhos. A análise dos resultados focou-se nos seguintes indicadores: (I) evolução temporal, (II) características de autoria e rede de coautoria, (III) instituições mais profícuas e rede das instituições, (IV) países mais profícuos e rede dos países, (V) palavras-chave, e (VI) temas tangenciais mais abordados.

A análise bibliométrica, que aborda a investigação do tema central de cada artigo, possibilita melhor compreensão dos tópicos que se mostram relevantes nas investigações relacionadas à disclosure quando está se buscando um indicador (*index*). Os resultados são reforçados pela visualização da análise das palavras-chave de toda a amostra, uma vez que esta fornece uma perspectiva aproximada sobre o conteúdo do artigo. Com os resultados gerados pelas variáveis de redes sociais, busca-se ampliar o entendimento acerca das interconexões entre os autores, instituições e países, e indicar se existe uma centralidade e possíveis graus de densidade entre eles (Gnyawali & Madhavan, 2001).

4 Discussão dos resultados

4.1 Análise bibliométrica

Considerando uma perspectiva histórico-temporal das publicações em Finanças acerca de “*index of disclosure*”, pode-se perceber uma concentração das publicações científicas a partir do ano 2000. Para Brown & Caylor (2006), os anos 2000 levaram ao aumento da atenção dada à governança corporativa e, conseqüentemente, à disclosure das empresas, devido ao advento da Lei Sarbanes-Oxley, em 2002, em resposta aos escândalos envolvendo empresas como a Adelphia, a Enron e a WorldCom. Adicionalmente, é interessante notar um pico de publicações em 2007, quando foram identificados 8 artigos, ou 19,0% de toda a produção no período, conforme a Figura 1. Esta elevação pode estar relacionada à consolidação do tema e às discussões geradas pelo estabelecimento da referida Lei, além de análise dos reflexos da adoção das *International Financial Reporting Standards* (IFRS) em alguns países da Europa.

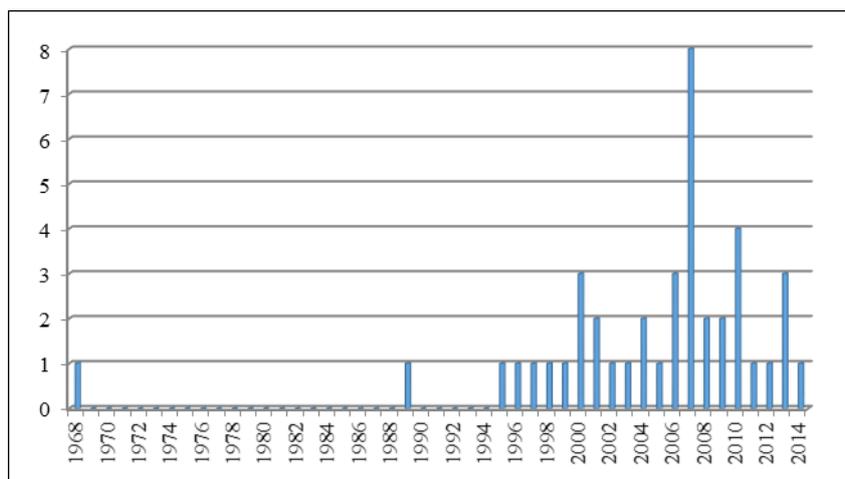


Figura 1. Número de artigos publicados por ano (1968 – 2014).
Fonte: Dados da pesquisa.

Quanto à concentração desses artigos nos periódicos, observa-se que dentre os selecionados, o *Journal of Corporate Finance* e o *Journal of Financial Economics* são os que apresentaram o maior volume de publicações acerca da mensuração da disclosure, por meio de um índice, concentrando conjuntamente 40,4% dos trabalhos. Em realidade, dos onze periódicos pesquisados, cinco deles se destacam pela quantidade de estudos sobre disclosure utilizando índices, sendo responsáveis por 85,7% de toda a produção no período, conforme Tabela 3. Além dos dois *Journals* já mencionados, somam-se o *Journal of Financial Intermediation*, *Journal of Finance*, e o *Journal of Financial Markets*.

Tabela 3

Distribuição de artigos por periódico e autoria (1968 – 2014).

Periódico/Autoria	1	2	3	4	Total	%
Journal of Corporate Finance	3	3	3	0	9	21,4
Journal of Financial Economics	1	3	4	0	8	19,0
Journal of Financial Intermediation	3	3	1	0	7	16,7
The Journal of Finance	3	1	0	2	6	14,3
Journal of Financial Markets	3	3	0	0	6	14,3
The review of Financial Studies	0	0	3	0	3	7,1
Journal of Financial and Quantitative Analysis	0	0	1	0	1	2,4
Journal of Risk and Insurance	1	0	0	0	1	2,4
Journal of Financial Research	0	1	0	0	1	2,4
Mathematical Finance	0	0	0	0	0	-
Journal of Empirical Finance	0	0	0	0	0	-
Total Geral	14	14	12	2	42	100,0

Fonte: Dados da pesquisa.

Nas características de autoria, ainda detalhadas na Tabela 3, verifica-se a predominância de parcerias, de dois ou mais autores, na elaboração dos 42 artigos analisados. Os *papers* com parcerias representaram 66,7% dos artigos, sendo a parceria entre dois autores a com maior concentração (14 artigos ou 33,3%). Estes resultados sugerem uma consolidação de grupos de pesquisa em estudos relacionados à disclosure. No entanto, mesmo com o aumento das publicações em anos mais recentes, há uma forte variação de autores, dado que a maioria publicou um único artigo. Desta forma, não se pode observar com clareza quais autores podem ser considerados referências de pesquisa neste tema. Apenas seis autores publicaram dois artigos nesse período, sendo eles: Bailey, W., Brockman, P., Musto, D. K. e Ronen, J., como primeiro autor, e Martin, X. e Yaari, V. como segundo ou terceiro autor. Este fenômeno pode significar que o assunto ainda é estudado de forma periférica, já que apresenta relações muito fortes com outros temas mais discutidos em Finanças, como governança corporativa, relatórios e demonstrativos financeiros, ou que o tema efetivamente ainda é embrionário na academia e está se consolidando como área específica de estudo.

Apesar da dispersão em termos de autores e periódicos, quando se considera o país de origem das universidades dos autores, na Tabela 4, fica evidente que os Estados Unidos (EUA) tem concentrado a vasta maioria dos autores que pesquisam índices relacionados à disclosure. Este resultado pode estar relacionado ao papel que os EUA tem desempenhado no contexto mundial em estar na vanguarda da elaboração e implementação de regulações que buscam ampliar o nível de disclosure corporativo, como é o caso da Lei Sarbanes-Oxley (Bethel, 2007). Desta forma, os pesquisadores desse país também têm se dedicado de forma mais intensa a mensurar e discutir o desenvolvimento da disclosure. Os demais países não somam mais do que 4,7%, individualmente, sendo, além dos EUA, a Suíça e o Canadá aqueles que apresentaram mais do que 2 autores.

Tabela 4
Distribuição de artigos por país (1968 – 2014).

País / Autores	1 autor	2 autor	3 autor	4 autor	Total	%
EUA	33	21	13	2	69	80,2
Suíça	2	1	1	0	4	4,7
Canada	2	1	0	0	3	3,5
Espanha	1	1	0	0	2	2,3
Israel	0	2	0	0	2	2,3
Reino Unido	1	1	0	0	2	2,3
China	1	0	0	0	1	1,2

França	0	1	0	0	1	1,2
Itália	1	0	0	0	1	1,2
Noruega	1	0	0	0	1	1,2
Total Geral	42	28	14	2	86	100

Fonte: Dados da pesquisa.

Apesar de haver uma forte concentração das pesquisas relacionadas a índices de disclosure nos EUA, quando se analisa a quais instituições os pesquisadores pertencem, novamente, observa-se uma grande dispersão, como evidenciado na Tabela 5. É interessante notar que a instituição que apresenta maior representatividade, com 7 autores, é o *Federal Reserve*, o banco central dos EUA. Este banco foi criado para prover maior segurança e estabilidade financeira e monetária aos EUA tendo o poder de supervisionar e regular bancos e outras instituições financeiras (FED, 2014). Para cumprir estes objetivos a instituição necessita de informações de qualidade que possam apoiar suas decisões com relação a regulação do mercado, sendo assim, benéfica a realização de estudos que possam quantificar, através de índices, o impacto da divulgação de determinada informação.

Tabela 5
Distribuição de artigos por Instituições (1968 – 2014).

Instituições	Autores
Federal Reserve	7
Washington University	4
New York University	3
Cornell University	3
University of Georgia	3
Wharton School	2
University of California	2
University of Missouri-Columbia	2
Santa Clara University	2
American University	2
University of Notre Dame	2
Pennsylvania State University	2
Bank of England	2
Yale University	2
Bem-Gurion University	2
46 instituições publicaram 1 artigo	46

Fonte: Dados da pesquisa.

4.2 Análise de redes sociais

Para compreender as relações entre os autores, foram elaboradas duas redes sociais. A Figura 2 mostra a rede de coautoria entre os 80 pesquisadores da amostra. Note que para melhor visualização das redes, aqueles autores que não apresentaram nenhuma relação foram suprimidos da figura. Os resultados reforçam a percepção de que, apesar de 66,7% dos artigos serem produzidos em coautoria, as interações entre redes de coautores são praticamente inexistentes. Identificou-se somente uma interação entre grupos de coautores, através do pesquisador Baley, W., oriundo da *Cornell University* nos Estados Unidos.

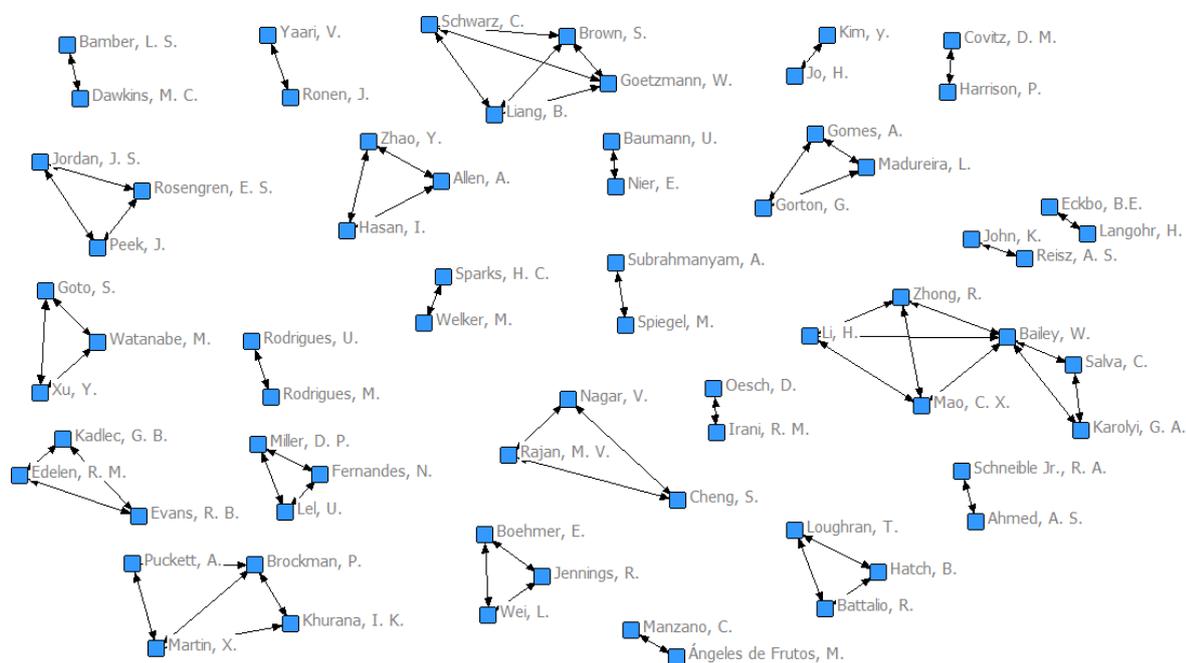


Figura 2. Rede de Coautorias. (1968 – 2014).
 Fonte: Dados da pesquisa.

A Figura 3 revela a rede de instituições entre as 61 entidades às quais os autores estavam relacionados, e as redes que não apresentaram relação também foram suprimidas. Assim, observa-se que as instituições que se destacam com maior centralidade de graus são a *New York University* e a *University of California*, ambas localizadas nos Estados Unidos.

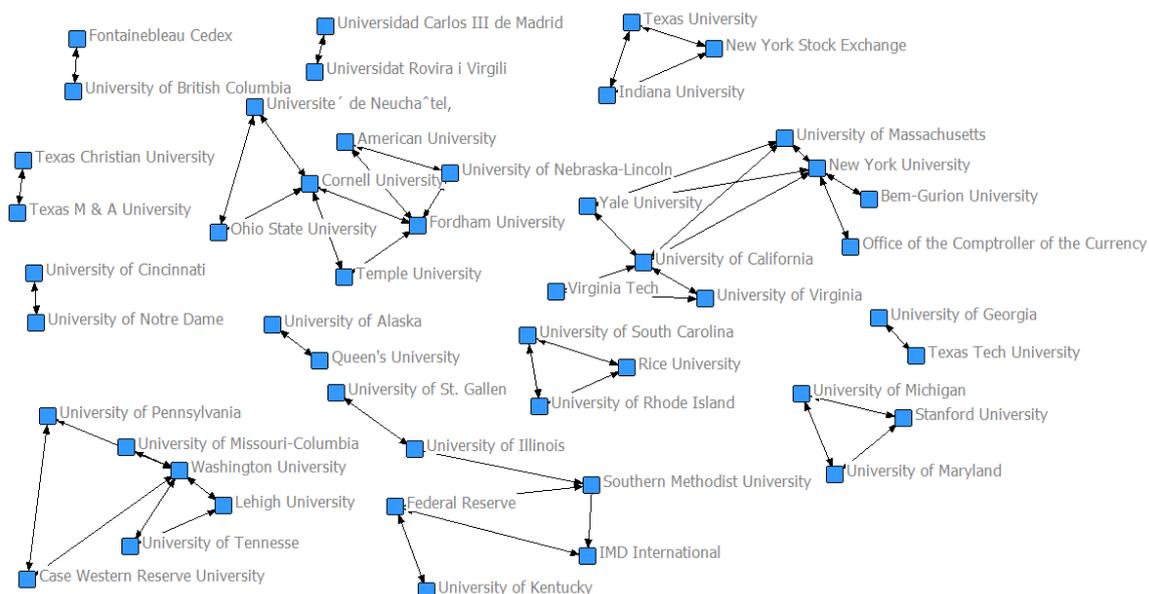


Figura 3. Rede de Instituições. (1968 – 2014).
 Fonte: Dados da pesquisa.

Como mais de 80,0% da amostra concentra autores pertencentes às instituições dos Estados Unidos, poderia se esperar que o país com maior centralidade seriam os EUA, conforme evidenciado na Figura 4. Não obstante, também se observou interações de instituições do Canadá com outros dois países: França e EUA. Desta forma, os resultados sugerem que ainda não é possível identificar redes de colaboração entre pesquisadores de diferentes países, porém, duas universidades americanas (*New York University* e a *University of California*) podem ser apontadas como as que concentram em seu corpo docente o maior volume de pesquisadores que fazem parcerias para a pesquisa da mensuração da disclosure se utilizando de índices, além de apresentarem parcerias entre si.

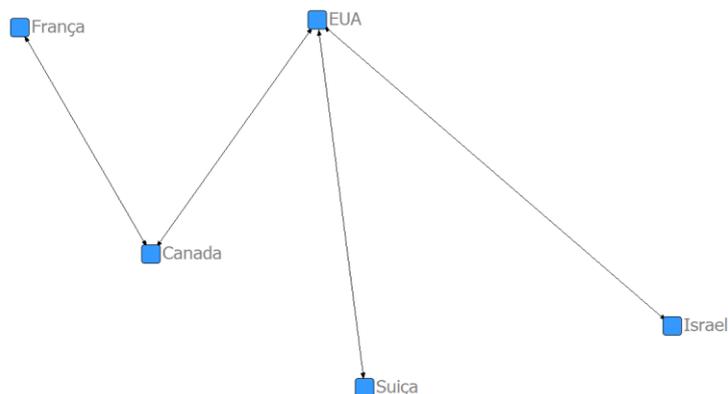


Figura 4. Rede de Países. (1968 – 2014).
 Fonte: Dados da pesquisa.

discutir quais são as implicações da implementação de regulamentações relacionadas à transparência (42,9%). E isso se estende, inclusive, aos estudos que utilizam índices para mensuração da disclosure. Adicionalmente, foi possível identificar que 33,3% dos artigos buscam analisar assimetria de informação e seu impacto na tomada de decisão de investidores ou alteração no custo de capital. Os resultados sugerem que a utilização de um índice de disclosure pode facilitar as análises relacionadas a regulação e a assimetria de informação, já que possibilita a “contagem” de pontos e comparações entre companhias ou fatores de interesse.

Tabela 6
Temas mais abordados (1968 – 2014).

Tema	Artigos	%
Regulamentação	18	42,9
Assimetria de informação	14	33,3
Value Relevance	10	23,8
Total	42	100,0

Fonte: Dados da pesquisa.

5 Conclusões

Com a crescente necessidade de tornar os mercados de capitais cada vez mais transparentes e confiáveis, o tema disclosure tem sido constantemente discutido não só pela academia, na área de finanças, mas também por órgãos reguladores governamentais (Azam et al., 2011; Bethel, 2007). Com o objetivo de contribuir para estas discussões, realizou-se neste artigo o mapeamento dos artigos que buscam aprofundar a compreensão sobre mensuração de disclosure nos principais *journals* internacionais.

Nesse sentido, foi possível verificar que dos 42 artigos identificados os estudos relacionados ganham ímpeto em termos de volume após a publicação e consolidação da SOX, corroborando com os resultados de Brown & Caylor (2006). Assim, os dados sugerem que a implementação de novas regulamentações para ampliar a disclosure corporativa podem ser consideradas um fato impulsionador da produção acadêmica. Apesar do aumento de publicações em anos mais recentes e da predominância de parcerias nas publicações, conforme também observado por Fernandez-Alles & Ramos-Rodríguez (2009) e Ribeiro (2014), não foi possível identificar quais autores ou grupos de estudos podem ser considerados como referência de pesquisa no tema. Esta ausência de colaboração ou cooperação entre autores para o estudo do tema fica mais evidente quando visualiza-se a

rede de coautorias da amostra. Somente um autor apresenta uma interação entre grupos. Este resultado sugere que o tema pode estar em seus estágios iniciais de estudo e que ainda é considerado de forma periférica dado sua proximidade com temas mais pesquisados como governança corporativa.

Por outro lado, quando se consideram as instituições, pode-se perceber uma maior concentração de publicações e interações entre entidades na análise de redes. O *Federal Reserve* foi identificado como a instituição mais profícua no período. O avanço do interesse dos órgãos reguladores na arena do desenvolvimento de estudos e teorias parece apresentar um crescimento mais significativo nos anos recentes. Segundo Martins (2014), esse fenômeno pode ser explicado pelo aumento significativo de estudos acadêmicos focados em ferramentas quantitativos sem o desenvolvimento de proposições de qualquer nova ideia. Isso tem gerado uma inversão de papéis, havendo uma presença cada vez maior dos órgãos reguladores na geração de estudos e teorias. Na análise de redes das instituições, pode-se visualizar que as universidades *New York University* e *University of California* apresentam maior centralidade, ou seja, maior grau de interações. Este resultado reforça a liderança dos Estados Unidos como o país que concentra a vasta maioria dos estudos relacionados ao tema. Uma possível explicação para esta predominância tão marcante é o papel de vanguarda que os Estados Unidos desempenham na elaboração e implementação de regulamentações relacionadas a disclosure adotadas por empresas estrangeiras listadas nos EUA e replicadas por outros países em anos subsequentes.

Tanto a análise das palavras chaves como o levantamento dos temas mais abordados possibilitaram constatar que o principal tema relacionado a disclosure na amostra é regulamentação. Estes resultados reforçam a percepção de que a produção acadêmica nesta área de conhecimento ainda está fortemente voltada a testar ou verificar os efeitos de novas regulamentações, e por isso se utiliza de índices para quantificar a disclosure e dar robustez nas verificações que visam confirmar a ampliação da estabilidade dos mercados e a redução de possíveis assimetrias de informação.

Por fim, este levantamento possibilita evidenciar que, apesar da relevância das discussões relacionadas à disclosure, este tema ainda é tratado de forma periférica na academia, havendo espaço para que estudos possam contribuir de forma mais sistemática para a formação do conhecimento acerca da mensuração da disclosure corporativa e suas relações. Para futuras pesquisas relacionadas à disclosure, o mapeamento contribui de forma efetiva na identificação dos principais *journals* internacionais, instituições e

pesquisadores que têm buscado quantificar a disclosure, por meio de índices, para ampliar as discussões dentro da área de finanças. Adicionalmente, este estudo busca contribuir com os investidores como um guia de fontes relevantes à serem consultadas para uma melhor tomada de decisão na alocação mais eficiente de seus recursos nos mercados de capitais, ao considerarem a divulgação necessária para acompanharem o desempenho e o resultado de seus investimentos.

Referências

- Alencar, R. C. (2007) *Nível de disclosure e custo de capital próprio no mercado brasileiro*. (Tese de Doutorado em Ciências Contábeis). Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Akhigbe, A., & Martin, A. D. (2006). Valuation impact of Sarbanes-Oxley: evidence from disclosure and governance within the financial services industry. (Sarbanes-Oxley Act of 2002, United States). *Journal of Banking & Finance*, 30(3), 989-1006.
- Aksu, M., & Kosedag, A. (2006) Transparency and disclosure scores and their determinants in the Istanbul Stock Exchange. *Corporate Governance-an International Review*, 14(4), 277-296.
- Azam, S. Z., Warraich, K. M., & Awan, S. H. (2011). One Report: Bringing change in corporate reporting through integration of financial and non-financial performance disclosure. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*. 1(1), 50-71.
- Beekes, W., Brown, P., & Zhang, Q. (2014). Corporate Governance and the Informativeness of disclosure in Australia: a re-examination. *Accounting and Finance (AFAANZ)*, 1-33.
- Berle, A.; Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
- Bethel, J. E. (2007). Recent changes in disclosure regulation: Description and evidence. *Journal of Corporate Finance*, 13(2-3), 335-342.
- Botosan, C. (1997). Disclosure level and cost of equity capital. *The Accounting Review*, (72), 323-349.
- Brockman, P., Martin, X., & Puckett A. (2010). Voluntary disclosures and the exercise of CEO stock options. *Journal of Corporate Finance*, 16(1), 120-136.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25, 409-434.
- Bushman, R., & Smith, A. (2003). Transparency, financial accounting information, and corporate governance. *FRBNY Economic Policy Review*, 65-87.

- Bushman, R., Pitroski, J., & Smith A. (2004). What determines corporate transparency? *Journal of Accounting Research*, 42, 207-253.
- Carvalho, A. G. (2002). Governança Corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração*, São Paulo, 37(3), 19-32.
- Chen, C.R., & Huang, Y. (2007). Author Affiliation Index, finance journal ranking, and the patten of authorship. *Journal of Corporate Finance*, 13, 1008-1026.
- Coase, R.H. (1937). "The nature of the firm". *Economica*, 4(16), 386-405.
- Cooke, T. E. (1989). Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies. *Accounting and Business Research*, (19), 113-124.
- Crane, D. (1972). *Invisible Colleges: diffusion of knowledge in scientific communities*. London: University of Chicago Press.
- Currie, R.R., & Pandher, G. S. (2011). Finance journal ranking and tiers: an active scholar assessment methodology. *Journal of Banking and Finance*, 35, 7-20.
- Dye, R. A. (2001). An evaluation of "essays on disclosure" and the disclosure literature in accounting. *Journal of Accounting and Economics*. Amsterdam, 32(1-3), 181-235.
- Eccles, R. G., & Krzus, M. P. (2010). *One Report: Integrated Reporting for a Sustainable Strategy*. Wiley: Hoboken, NJ.
- Fama, E.F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, E.F. (1991). Efficient capital markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575-1617.
- Federal Reserve – FED. (2015). What is the purpose of the Federal Reserve System?. Recuperado de <http://www.federalreserve.gov>.
- Fernandes, N., Lel, U., & Miller, D. P. (2010). Escape from New York: The market impact of loosening disclosure requirements. *Journal of Financial Economics*, 95(2), 129-147.
- Fernandez-Alles, M., & Rodríguez-Ramos, A. (2009). Intellectual structure of human resources management research: a bibliometric analysis of the journal human resource management, 1985-2005. *Journal of the American Society for Information Science and Technology*, 60(1), 161-175.
- Feyitimi, O. (2014). The level of financial information disclosure and corporate attributes in developing economy. *European Journal of Business and Management*, 6(3), 176-188.

- Gedajlovic, E.R., & Shapiro, D.M. (1998). Management and ownership effects: evidence from five countries. *Strategic Management Journal*, 19(6), 533-553.
- Gnyawali, D., & Madhavan, R. (2001). Cooperative networks and competitive dynamics: a structural embeddedness perspective. *Academy of Management Review*, 26(3), 431-445.
- Gompers, P.A., Ishii, J.L., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, (118), 107-155.
- Gotto, S., Watanabe, M., & Xu, Y. (2009). Strategic disclosure and stock returns: theory and evidence from US cross-listing. *The Review of Financial Studies*, 22(4), 1585-1620.
- Hail, L. (2002). The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms. *The European Accounting Review*, 11(4), 741-773.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405-440.
- Hendriksen, E.S.; & Van Brenda, M.F. (1999). *Teoria da Contabilidade*. 5 ed., São Paulo, Atlas.
- Irani, R. M., & Oesch, D. (2013). Monitoring and corporate disclosure: Evidence from a natural experiment. *Journal of Financial Economics*, 10(2), 398-418.
- Jensen, J. C., & Berg, N. (2012). Determinants of traditional sustainability reporting versus Integrated Reporting. An institutionalist approach. *Business Strategy and Environment*, 21, 299-316.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. R. H., Marshall, B. B., & Pugh, W. N. (2006). Does quantity reflect quality? Financial disclosure size and future performance. *Managerial Finance*, 32(1), 39-51.
- La Porta, R. Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). Legal determinants of external finance. *The Journal of Finance*, 52(3), 1131-1150.
- La Porta, R. Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, Chicago, 106(6), 1113-1155.
- Lanzana, A. P. (2004). *Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras*. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo.

- Marques, V.A., Lara, C.O., Ayala, L.C., & Lamounier, W.M. (2010). O impacto dos fatos relevantes no mercado de capitais: um estudo dos fatos publicados pelas empresas participantes do Novo Mercado do segmento Bovespa. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, Rio de Janeiro, 5(3), 84-100.
- Martins, E. (2014). Inversão de papéis. *Revista de Contabilidade e Finanças – USP*, 25(65), 99-110.
- Martins, O. S. (2012). *Relações entre a assimetria de informação e as características das empresas no mercado acionário brasileiro*. (Tese de Doutorado em Ciências Contábeis). Programa Multi-Institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, Brasília.
- Moreiras, L. M. F. (2010). *Os efeitos da governança corporativa sobre a informação assimétrica*. Tese (Doutorado em Administração) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.
- Nerur, S. P., Rasheed, A. A., & Natarajan, V. (2008). The intellectual structure of the strategic management field: an author co-citation analysis. *Strategic Management Journal*, 29, 319-336.
- Owusu-Ansah, S. (1997). The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies: A comment. *The European Accounting Review*, 6, 487-492.
- Rezaee, Z. (2010). Corporate governance rules and guidelines. In: Baker, H. K., & Anderson, R. (Ed.). *Corporate governance: a synthesis of theory, research, and practice*. New Jersey, Wiley.
- Ribeiro, H. C. M. (2014). Corporate governance vs. Corporate governance: na international review: uma análise comparativa da produção acadêmica do tema governança corporativa. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 11(23), 95-116.
- Rodrigues, U., Rodrigues, M. (2007). An inconsistency in SEC disclosure requirements? The case of the “insignificant” private target. *Journal of Corporate Finance*, 13(2-3), 251-269.
- Singhvi, S. S. (1968). Corporate disclosure through annual reports in the United States of America and India. *The Journal of Finance*, 23(3), 551-552.
- Tang, Y. (2014). Information disclosure and price discovery. *Journal of Financial Markets*, 19, 39-61.
- Todd, A. (2010). Corporate governance best practices. In: Baker, H. K., & Anderson, R. (Ed.). *Corporate governance: a synthesis of theory, research, and practice*. New Jersey, Wiley.
- Wallace, O., & Naser, K. (1995). Firm specific determinants of the comprehensiveness of mandatory disclosure in the corporate annual reports of firms listed on the stock exchange of Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy*, 14, 311-368.

Submission: 12/30/2015
Second version: 05/08/2016
Accepted: 05/16/2016